

# Oriola

## Laaja raportti

7.8.2022 11:00



Rauli Juva  
+358 50 588 0092  
rauli.juva@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Uskomme positiivisen tulostrendin jatkumiseen

Oriola on useiden vuosien haastavien aikojen jälkeen saanut viimeisen 12 kuukauden aikana selvän tuloskäänteen aikaan. Uskomme, että tämä tulee jatkumaan myös lähivuosina toiminnan edelleen tehostuessa ja Ruotsin apteekkien osalta uuden yhteisyrityksen tuomien synergioiden ansiosta. Arvostus nykytuloksella on korkeahko, mutta tulospotentiaali huomioiden ei mielestämme liian korkea. Emme tee merkittäviä ennustemuutoksia tässä raportissa ja toistamme lisää suosituksen sekä 2,30 euron tavoitehinnan.

## Oriola on jatkossa lähinnä lääkkeiden tukkukauppaan keskittynyt yhtiö

Oriola on lääkkeiden, terveys- ja hyvinvointituotteiden tukkukauppaan erikoistunut yhtiö. Oriolalla on myös apteekkiketju Ruotsissa, jonka on suunniteltu yhdistyvän kilpailija Euroapothecan kanssa vuoden 2022 lokakuussa. Oriolan jatkuvien toimintojen liikevaihto tulee käytännössä Suomesta ja Ruotsista, joissa molemmissa Oriola hallitsee noin puolta lääkkeiden tukkumarkkinasta, eli sen markkina-asema on erittäin vahva ja haastajien on hyvin vaikeaa tulla markkinalle. Tukkukaupassa liikevaihto ja volyyymi kasvaa melko tasaisesti markkinan mukana ja etenkin väestön ikääntyminen tukee lääkemarkkinan kasvua jatkossakin. Markkina-asiemien ja markkinakasvun näkökulmasta Oriolan tilanne ja näkymät ovat mielestämme positiiviset.

## Tuloskäänte käynnissä, mutta potentiaalia parempaan on edelleen

Oriolalla on ollut vuodesta 2017 alkaen lukuisia haasteita, joiden takia tulos- ja kurssikehitys ovat olleet vaisuja. Viime kvartaalien tulostasoa on kuitenkin ollut selvästi parempi sekä tukkukaupassa että Ruotsin apteekkitoiminnassa, mutta yhtiö on edelleen mielestämme käänneyhtiö, jolla on potentiaalia jatkaa tulosparannusta myös tulevina vuosina kohti ennen 2017 nähtyjä tasoja (jatkuvien liiketoimintojen osalta). Ruotsin apteekkitoiminnan osalta tilanne on eri, sillä siellä koko alan marginaalit ovat heikentyneet viime vuosina ja lisääntyvä verkkokaupan osuus pitää marginaalipaineen yllä jatkossakin. Tämä vaikuttaa myös tulevan yhteisyrityksen kannattavuuspotentiaaliin, mutta uskomme synergioiden tukemana senkin kannattavuuden kehittyvän positiivisesti lähivuosien aikana.

## Rakennemuutokset sekoittavat tulosennusteita, mutta alta löytyy positiivinen trendi

Ruotsin apteekkien siirtyminen yhteisyritykseen (odotettu Q4'22 alusta) muuttaa Oriolan raportointia. Vaikka Oriolan osuus yhteisyrityksen osuudesta raportoidaan liikevoittoluvussa, se ei tule kuvaamaan yhteisyrityksen operatiivista kehitystä, koska 1) osakkuustulos on nettotulos, ei liikevoitto ja 2) yhteisyrityksen tulosta painaa lähiaikoina yhdistymiseen liittyvät kertakulut (joita harvoin osakkuustuloksesta eritellään). Vertailukelpoisesti yhtiön positiivisen trendin voi nähdä Services-segmentin kehityksestä, jonka ennustamme nousevan viime vuoden 21 MEUR tasosta yli 30 MEUR tänä vuonna ja edelleen 35-40 MEUR haarukkaan tulevina vuosina.

## Tuloskasvun jatkuminen tukee tuotto-odotustamme

Kun Ruotsin apteekkiliiketoiminta siirtyy uuteen yhteisyritykseen, siirtyy myös merkittävä osa Oriolan arvosta hankalammin hahmotettavaksi. Samoin arvostuksessa on syytä huomioida Oriolan merkittävät factoring-vastuut. Tämän takia arvostusmetodeista toimii parhaiten mielestämme P/E-luku (2024e 11x) ja osien summa, jolle arviomme on 2,8 euroa / osake. Oriolan positiivista tuotto-odotusta tukee lähinnä tuloskasvu, jota odotamme sekä jatkuvista liiketoiminnoista että Ruotsin apteekkien uudesta yhteisyrityksestä.

## Suositus

### Lisää

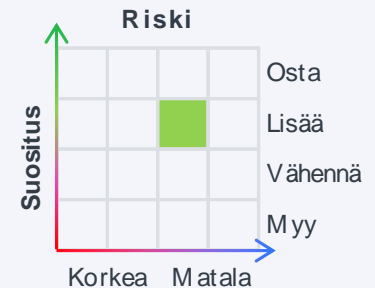
(aik. Lisää)

**2,30 EUR**

(aik. 2,30 EUR)

### Osakekurssi:

2,02



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	1882	1898	1651	1701
<b>kasvu-%</b>	5 %	1 %	-13 %	3 %
<b>EBIT oik.</b>	26,3	35,5	30,2	39,1
<b>EBIT-% oik.</b>	1,4 %	1,9 %	1,8 %	2,3 %
<b>Nettotulos</b>	11,3	36,7	23,4	32,3
<b>EPS (oik.)</b>	0,09	0,11	0,13	0,18
<b>P/E (oik.)</b>	21,3	18,0	15,7	11,3
<b>P/B</b>	1,7	1,5	1,4	1,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	17,7	8,7	9,7	7,2
<b>EV/EBITDA</b>	7,1	4,2	5,5	4,6
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,2	0,2	0,2	0,2

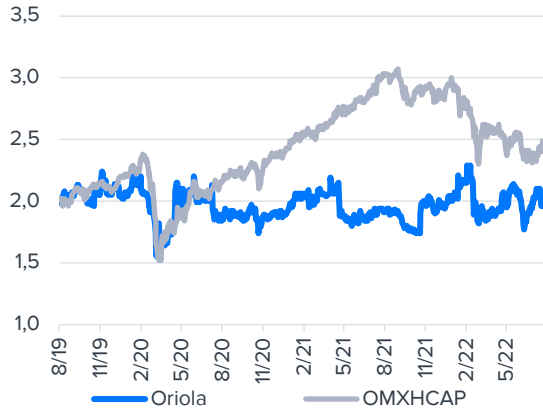
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

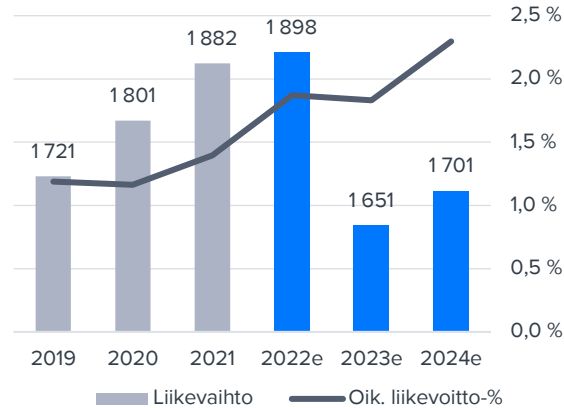
Vertailukelpoisen oikaistun liikevoiton arvioidaan kasvavan vuoden 2021 tasosta (2021: 26,3 MEUR).

## Osakekurssi



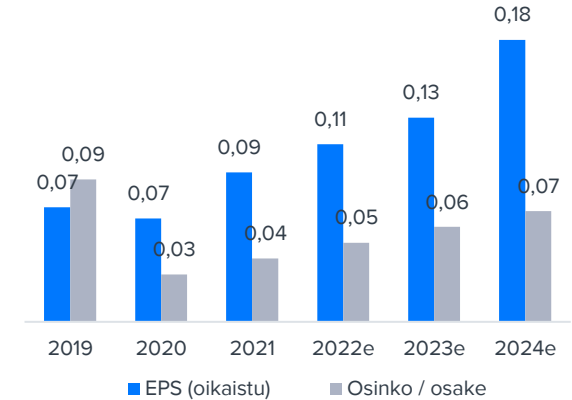
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Hyvä markkina-asema Suomen ja Ruotsin lääkemarkkinoilla
- Uuden johdon toteuttamat organisaatiouudistukset ja tehostamistoimet
- Enköpingin automatisoidun jakelukeskuksen ylösajon tuomat hyödyt
- Consumer-liiketoiminnan yhdistyminen vahvistaa apteekkiliiketoiminnan pitkän aikavälin arvonluonnin edellytyksiä



### Riskitekijät

- Ruotsin apteekkimarkkinan kireä kilpailu (erityisesti kasvavassa verkkokaupassa)
- Verkkokauppa vaatii panostusta, jotta kilpailijoiden etumatka kurotaan kiinni
- Logistiikkatoiminnan tehokkuushaasteet Ruotsissa
- Lääkemarkkinoiden sääntelyn lisääntymiseen liittyvät riskit

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	2,02	2,02	2,02
Osakemäärä, milj. kpl	181,3	181,3	181,3
Markkina-arvo	366	366	366
Yritysarvo (EV)	308	293	280
P/E (oik.)	18,0	15,7	11,3
P/E	10,0	15,7	11,3
P/Kassavirta	10,3	17,6	25,8
P/B	1,5	1,4	1,3
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	4,2	5,5	4,6
EV/EBIT (oik.)	8,7	9,7	7,2
Osinko/tulos (%)	24,7 %	46,5 %	39,3 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	3,0 %	3,5 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>s. 5 - 10</b>
Sijoitusprofiili	<b>s. 11 - 12</b>
Toimiala ja kilpailu	<b>s. 13 - 16</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>s. 17 - 18</b>
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	<b>s. 19 - 22</b>
Ennusteet, arvonmäärittäminen ja suositus	<b>s. 23 - 28</b>
Taulukot	<b>s. 29 - 34</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>s. 35 - 36</b>

# Oriola lyhyesti

Oriola on lääkkeiden ja hyvinvointituotteiden tukkukauppaan erikoistunut yhtiö, jolla on vahva markkina-asema Suomen ja Ruotsin terveyden ja hyvinvoinnin markkinoilla.

**1948**

Perustamisvuosi

**2006**

Oriola irtautuu Orionista ja listautuu Helsingin pörssiin

**3,5 miljardia euroa**

Laskutus 2021, jatkuvat toiminnot

**14,9 MEUR (1,0 % lv:sta)**

Oikaistu liikevoitto 2021, jatkuvat toiminnot

**~1000**

Henkilöstömäärä, FTE, jatkuvat toiminnot

**Noin 45 % markkinaosuus**

Suomen ja Ruotsin lääkkeiden tukkukaupassa

**25 % markkinaosuus**

Ruotsin apteekkimarkkinoilla suunnittelun yhteisyrityksen kautta



# Yhtiökuvaus

## Terveyden ja hyvinvoinnin edistäjä

Oriola on lääkkeiden, terveys- ja hyvinvointituotteiden tukkukauppaan erikoistunut yhtiö. Lisäksi yhtiö tarjoaa asiantuntijapalveluita mm. lääkeyhtiöille ja apteekkeille. Oriolalla on myös apteekkiketju Ruotsissa, jonka on suunniteltu yhdistyvän kilpailija Euroapothecan kanssa vuoden 2022 lokakuussa. Oriolan jatkuvien toimintojen (ilman Ruotsin apteekkiliiketoimintaa) liikevaihto vuonna 2021 oli noin 1450 MEUR, oikaistu liikevoitto 14,9 MEUR (EBIT 1,0 %) ja henkilöstön määrä noin 1 000. Oriolalle relevantit kohdemarkkinat ovat Suomen ja Ruotsin lääke-, terveys- ja hyvinvointituotteiden markkinat. Oriolan liikevaihto tulee käytännössä Suomesta ja Ruotsista.

## Vain yksi raportointisegmentti jatkossa

Oriolan liiketoiminta on 1.1.2022 alkaen jatkuvien liiketoimintojen osalta raportoitu yhtenä Oriola Services segmenttinä, joka yhdistää aiemmin Pharma ja Retail segmentteinä raportoidut liiketoiminnot. Tämän lisäksi Oriola raportoi Ruotsin apteekkiliiketoiminnan, eli Consumer segmentin, lopetettuina toimintoina siihen asti kunnes yhteisyritys Euroapothecan kanssa toteutuu, jonka jälkeen uudesta yhtiöstä tulee Oriolan osakkuusyhtiö.

Oriola Servicesin toiminta jakaantuu tukkukauppaan ja muihin toimintoihin. Tukkukaupassa päämiehiä ovat lääkeyhtiöt ja asiakkaina apteekit, sairaala-apteekit ja eläinlääkärit. Tämän toiminnan yhteydessä Oriola tarjoaa myös asiantuntijapalveluita lääkeyhtiöille.

Lääkkeiden lisäksi Oriolalla on terveys- ja hyvinvointituotteiden tukkumyyntiä (mm. Gefilus,

Lysi, Apteekkarin ja Dexal brändit) apteekkeille, vähittäiskaupoille, eläinlääkäreille ja muille terveydenhuollon toimijoille. Tukkukauppa vastasi 85% Oriolan jatkuvien toimintojen liikevaihdosta H122.

Tukkukaupan lisäksi Oriolalla on lääkkeiden annosjakelutoimintaa Suomessa ja Ruotsissa. Annosjakelu, aiemmin mainitut asiantuntijapalvelut sekä logistiikkapalvelut (joka toiminnallisesti on osa tukkukauppaa) tuovat noin 15% Oriolan jatkuvien toimintojen liikevaihdosta.

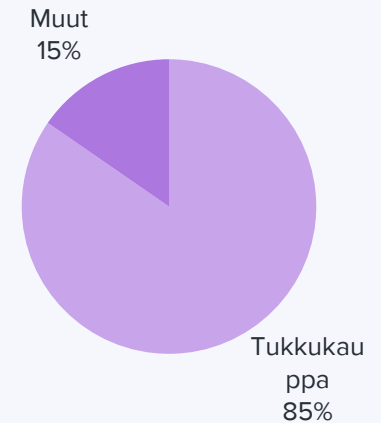
Toiminnallisesti Oriolan logistiikkatoiminnot on keskitetty Suomessa Espooseen (jakelukeskus ja keskusvarasto) ja Ruotsissa Enköpingiin (jakelukeskus) ja Mölnlyckeeseen (keskusvarasto). Lisäksi Oriolalla on lääkkeiden annosjakelun tuotantoa Helsingissä ja Uppsalassa.

Oriola Services vastaa ainoana segmenttinä koko jatkuvien toimintojen liikevaihdosta. Liikevoitto-rivillä Oriola raportoi Oriola Servicesin lisäksi konsernierät. Vuonna 2021 oikaistu liikevoitto jakaantui Oriola Servicesin 23,7 MEUR ja konsernierien -8.8 MEUR.

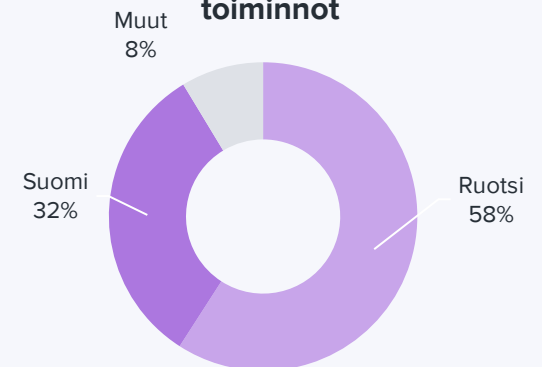
## Kaksi osakesarjaa, Heikki Herlin pääomistaja

Oriolalla on kaksi osakesarjaa (A ja B), joista molemmat antavat samat oikeudet yhtiön omaisuuteen ja osingonjakoon. A-sarjan osakkeet oikeuttavat äänestämään yhtiökokouksessa 20 äänellä ja B-sarjan osakkeet yhdellä äänellä. Äänimäärällä mitattuna Oriolan suurimmat omistajat ovat Heikki Herlin (13 % äänistä), Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma (7,5 %) ja Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen (6,2 %).

## Liikevaihdon jakauma H122, jatkuvat toiminnot



## Liikevaihdon jakauma H122, jatkuvat toiminnot



# Liiketoimintamalli 1/4

Oriola toimii laaja-alaisesti terveys- ja hyvinvointimarkkinoilla tarjoamalla tuotteita ja palveluita pääasiassa kahdelle ryhmälle: 1) lääkeyritykset 2) apteekit. Ruotsin apteekkien siirryttyä yhteisyritykseen (arviolta lokakuun 2022 aikana), pääosa Oriolan liikevaihdosta muodostuu lääkkeiden tukkukaupasta.

## Lääkkeiden tukkukauppa (~65% liikevaihdosta)

Tukkukauppa kokonaisuudessaan muodostaa noin 85% jatkuvien toimintojen liikevaihdosta (eli ilman Ruotsin apteekkejä), josta arvioimme lääkkeiden osuuden olevan noin 75% eli noin 2/3 koko Oriolan liikevaihdosta. Oriolan ydinliiketoiminta on perustamisesta lähtien ollut lääkeyhtiöiden ja apteekkien välissä ns. lääketukkurina. Aiemmin tukkukauppa oli pääosa Pharma-segmentin luvuista.

Oriolalla ei ole omaa valmistustoimintaa ja sen jakelemat tuotteet tulevat päämiehiltä, eli pääosin lääkeyhtiöiltä (kuten Orion ja MSD), ja muilta terveystuotteiden valmistajilta. Tukkukauppiat veloittavat päämiehiltään jakelupalkkion, joka on yleensä prosenttiosuus tuotteen hinnasta. Lisäksi tukkuyhtiöt perivät asiakkailta (apteekit, sairaala-apteekit, eläinlääkärit, vähittäiskauppa) toimitusmaksuja, joka on pieni kiinteä erä sekä matala prosenttiosuus toimituksen arvosta.

Tukkutoiminnassa jakelupalkkiot ja apteekkien toimitusmaksut muodostavat Oriolan tulovirran ja kyseessä on hyvin pienten katteiden liiketoiminta.

Tuloksen kannalta tukkutoiminnan keskiössä ovat suuret (ja mieluiten tasaiset) volyymit, keräilyn tehokkuus sekä toimitusvarmuus. Marginaalit ovat

hyvin matalat, joten tehokkaan logistiikan ja nopean varastonkierron avulla voidaan kasvattaa liiketoimintaan sijoitetun pääoman tuottoa.

Tehokkuuden kannalta keskeistä on yksikkökohtaiset kustannukset, mitä voidaan laskea automaatioastetta lisäämällä. Oriolan toiminnalle on ominaista negatiivinen käyttöpääoma, mikä johtuu suotuisista päämies- ja asiakassopimuksissa määritetyistä maksuajoista sekä Oriolan käyttämästä myyntisaatavien myymisestä eli factoringista. Ilman factoringia käyttöpääoma olisi lähellä nollaa, hyvä taso sekin. Näemme pitkien maksuaikojen olevan osa kaupallista kokonaisuutta lääkeyhtiöiden kanssa joka mahdollistaa matalillakin katteilla Oriolalle ja muille lääketukkureille kohtuullisen pääoman tuoton.

Oriolalla on lääkeyhtiöiden kanssa tukkumyynnisopimuksia, joissa Oriola ostaa tuotteet omaan varastoonsa, ja sopimuksia, joissa Oriola toimittaa tuotteet ns. ”kaupintavarastosta”. Laskutus mittaa molemmat myynnit samalla tavalla, mutta kaupintavarastosta Oriola kirjaa liikevaihtoon pelkästään myynnistä syntyvän katteen, eikä koko tukkumyynnihintaa. Tästä syystä lääkeyhtiöiden kanssa tehdyt erilaiset sopimukset voivat heiluttaa merkittävästikin liikevaihtoa, vaikka laskutus pysyisi paikoillaan. Laskutus onkin mielestämme parempi mittari Oriolan toiminnan volyymin seuraamiseen.

Oriola toimii lääketukkurina mm. seuraaville yhtiöille:



Oriola hoitaa tukkutoimituksia eri puolelle Suomea ja Ruotsia päivittäin 2500 asiakkaalle



# Liiketoimintamalli 2/4

## Terveys- ja hyvinvointituotteiden tukkumyynti (~20% liikevaihdosta)

Lääkkeiden lisäksi Oriola myy ja markkinoi laajaa valikoimaa terveys- ja hyvinvointituotteita. Vanhassa segmenttijaossa tämä oli osa Retail-segmenttiä. Suurin osa näistä kulkee kuluttajille apteekkien kautta, mutta myös päivittäistavarakaupat ovat iso jakelukanava. Toiminta eroaa lääketukkutoiminnasta siten, että tuotteita myydään myös apteekkien ulkopuolella, Oriola päättää tuoteportfolion koostumuksen ja markkinoi sitä, eikä toimi ”vain tukkurina” muille. Oriolan valikoimiin kuuluu mm. Lysi (kalaöljy), Gefilus (maitohappobakteeri), Apteekkarin (mm. ravintolisät ja pastillit) ja Dexal (urheiluravinteet).

Oriolalla ei ole omaa tuotantoa, vaan valmistus tapahtuu muiden toimesta. Arvioimme tämän toiminnan liikevaihdon olevan noin 20% jatkuvien toimintojen liikevaihdosta ja kannattavuuspotentiaalin olevan lääkkeiden tukkutoiminnan tasolla.

Oriolan tuoteportfolio- ja kategoria-ajattelu ei ole tämän liiketoiminnan osalta ollut mielestämme täysin selkeä. Monissa tuotekategorioissa on valmiiksi kova kilpailu ja uusia tulokkaita on tullut haastamaan Oriolaa tyypillisesti vahvoissa tuotekategorioissa. Yhtiö on karsinut portfoliotaan heikon kannattavuuden takia muutama vuosi sitten. Arvioimme tämän johtuneen siitä, että yhtiö pyrkii keskittymään jatkossa suuren volyymin ja hyvän katteen tuoteryhmiin ja/tai brändeihin. Tämä toiminta on arviomme mukaan heikosti kannattavaa, todennäköisesti konsernin keskiarvon alapuolella.

Ruotsin vähittäiskaupasta irtautumisella voi olla

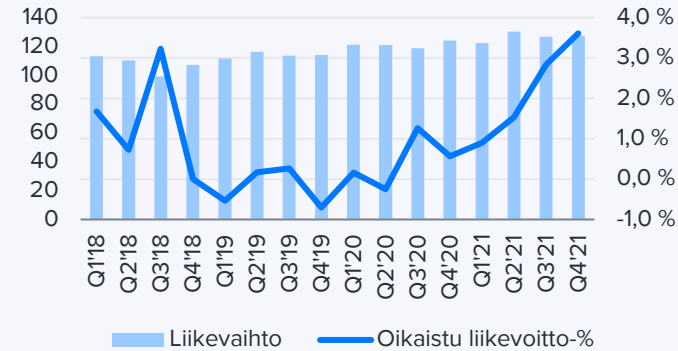
ajan myötä negatiivinen vaikutus näiden tuotteiden myyntiin, joille Kronans Apotek on toiminut hyvänä myyntikanavana. Näemmekin todennäköisenä että Oriola karsii edelleen portfoliotaan tässä toiminnassa. Heikon kannattavuuden takia tällä ei kuitenkaan pitäisi olla merkittävää negatiivista vaikutusta yhtiön tulokseen.

## Keskitetyt varastot ja nopeat toimitukset

Oriola toimittaa lääkkeet perille 24h sisällä tilauksesta (Ruotsissa laki, Suomessa asiakaslupaus), joten sillä pitää olla iso varasto, toimiva tilausjärjestelmä ja tehokas logistiikkaketju. Nopea toimituslupaus tarkoittaa myös sitä, että yhtiön pitää olla varautunut isoihin kysynnän muutoksiin.

Suomessa Oriola toimittaa lääkkeet Espoosta, missä Oriolan pääkonttorin yhteydessä sijaitsee Suomen keskusvarasto ja jakelukeskus. Ruotsissa keskusvarasto on Mölnlyckessä ja jakelukeskus Enköpingissä. Yhtiö toteutti Suomen tukkutoiminnoissa ERP-uudistuksen 2017-2018 aikana ja Suomen tukkutoiminnan luotettavuus ja tehokkuus ovat yhtiön mukaan nyt hyvällä tasolla. Ruotsissa Enköpingissä automatisoidun jakelukeskuksen ylösajo on tuonut haasteita tehokkuuden ja kulujen osalta, mutta toimii tällä hetkellä yhtiön mukaan kelvollisesti, joskin parannettavaa on edelleen.

## Retail-segmentin historiallinen kehitys



## Oriolan valikoimissa olevia terveys- ja hyvinvointituotteiden brändejä,

gefilus®

Lysi

Apteekkarin

PAN SUOLA®

Reformi®

DEXAL

Siripiri®



# Liiketoimintamalli 3/4

## Muut palvelut (~15% liikevaihdosta)

Tukkukaupan lisäksi Oriola tarjoaa muutamia erilaisia muita palveluita. Nämä ovat 1) asiantuntija- ja konsultointipalveluita lääkeyhtiöille 2) lääkkeiden annosjakelupalveluja ja 3) logistiikkapalveluja. Aiemmin konserniin kuulunut henkilöstövuokraus myytiin alkuvuonna 2022. Vanhassa segmenttijaossa kohdan 1) & 3) toiminnot sisältyivät Pharma-segmenttiin ja 2) Retail-segmenttiin.

Oriola on kasvattanut liiketoimintaportfoliotaan yritysostoin, korkeamman lisäarvon palveluliiketoimintaa kohti, missä yhtiö tarjoaa erilaisia terveyteen ja hyvinvointialaan liittyviä palveluita apteekkeille, kuluttajille ja lääkeyrityksille. Oriola on myös sijoittanut ruotsalaiseen internet-lääkäriasemaan Doktor.se:hen. Toisaalta Oriola on jo luopunut henkilöstövuokrauksesta, johon se laajensi muutamia vuosia sitten.

Palveluiden osalta liiketoimintamalli noudattaa tavanomaisen palveluyhtiön mallia, jossa Oriola vastaa palveluiden tuottamisesta sekä niiden markkinoinnista ja myynnistä.

## Annosjakelu (pääosa segmentin ”Muut” liikevaihdosta)

Vuonna 2016 Oriola osti 25 MEUR liikevaihtoa tekevän Svensk Dosin (Ruotsi) ja 14 MEUR liikevaihtoa tekevän Pharmaservice Oy:n (Suomi). Oriolasta tuli yrityskauppojen ansiosta yksi johtavista toimijoista Suomen ja Ruotsin annosjakelumarkkinoilla. Potilasmäärillä mitattuna sillä oli Ruotsissa 41% ja Suomessa 33% markkinaosuus vuonna 2021.

Annosjakelutoiminnassa Oriola tarjoaa lääkkeitä ja annosjakelupalveluita yksityiselle ja julkiselle

terveydenhuollolle. Asiakkaat saavat lääkkeensä koneellisesti pakattuna kerta-annospusseihin kahdeksi viikoksi kerrallaan. Annosjakelu sopii henkilöille, joilla on käytössään paljon lääkkeitä ja palvelu usein pienentää lääkehävikkiä ja lääkemenoja. Oriolalla on koneellista annosjakelua tekevät yksiköt Suomessa (Helsinki) ja Ruotsissa (Uppsala).

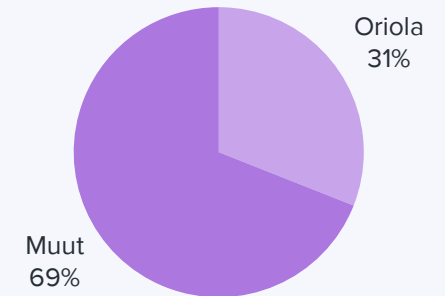
Oriola ei ole kertonut annosjakelutoiminnan tarkempia lukuja, mutta arviomme mukaan se on kuitenkin pääosa ”muut” segmentin liikevaihdosta. Myöskään kannattavuutta yhtiö ei ole kertonut, mutta 2021 toiminnan sanottiin parantaneen selvästi suoritustaan, kasvaneiden volyymien ja tehokkuuden myötä. Sopimukset kilpailutetaan kuitenkin julkisen sektorin tarjouskilpailussa, joten hintapaine on jatkuvasti kova ja rajoittaa toiminnan tuloksentekomahdollisuuksia.

## Asiantuntija- konsultointipalvelut ja logistiikkapalvelut

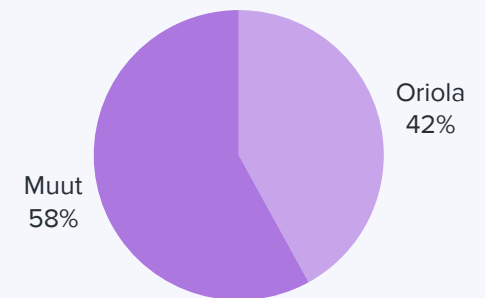
Oriola tarjoaa erilaisia asiantuntija- tai konsultointipalveluja (liittyen mm. lääketurvaan, lääkkeiden myyntilupiin, klinisiin tutkimuksiin), jotka täydentävät yhtiön palvelutarjontaa ja lisäävät kiinnostavuutta lääkeyhtiöitä kohtaan. Arvioimme näiden korkean katteen asiantuntijapalveluiden kuitenkin muodostavan vain noin 1% konsernin liikevaihdosta, joten korkeasta katteesta huolimatta niiden merkitys itsenäisenä toimintona on vähäinen ja ne ovatkin enemmän tukkukaupan yhteydessä tarjottavia lisäpalveluita.

Logistiikkapalvelut tarkoittavat Oriolan saamia jakelupalkkioita kaupintavarastossa olevien tuotteiden osalta eli itse asiassa se on toiminnallisesti enemmänkin tukkukauppaa.

## Suomen annosjakelumarkkina



## Ruotsin annosjakelumarkkina



# Liiketoimintamalli 4/4

## Kronans Apotek -ketju Ruotsissa (siirtymässä uuteen yhteisyritykseen)

Ruotsin apteekkiliiketoiminta (Consumer-segmentti) tarjoaa terveyden ja hyvinvoinnin tuotteita ja palveluita kuluttajille Kronans Apotekin, Ruotsin 3. suurimman apteekketjun, kautta. Kronans Apotek -ketjulla oli Q2'22 315 kivijalka-apteekkia ja oma verkkokauppa. Ketjulla on 16 %:n markkinaosuus Ruotsin apteekkimarkkinoista.

### Apteekit ovat vähittäiskauppaa

Oriola laajensi toimintaansa lääkemarkkinoiden arvoketjussa eteenpäin vuonna 2010 ostamalla Ruotsista oman apteekketjun (tosin sillä oli apteekkitoimintaa Venäjällä jo ennen tätä, joka on sittemmin myyty).

Apteekkiliiketoiminta on luonteeltaan vähittäiskauppaa. Oriola operoi maanlaajuisia apteekketjuja ja omaa verkkokauppaa Ruotsissa. Apteekit ostavat lääkkeet ja muut myynnissä olevat terveydenhuollon tuotteet joko Oriolan omalta tukkukaupalta tai muilta Ruotsissa toimivilta tukkukaupoilta. Tukusta ostettujen tuotteiden lisäksi suurimmat kuluerät liittyvät liiketilojen vuokriin ja apteekeissa työskentelevän henkilöstön palkkoihin.

Vähittäiskaupassa kuluttajien ostot muodostavat Oriolan tulovirran ja nämä tapahtuvat yhtiön kivijalka-apteeekeissa tai verkkokaupassa. Verkkokaupan osuus on noin 9% Kronans Apotekin myynnistä. Se on ollut tärkeä kehityskohde viime vuosina ja tulee olemaan myös tulevan yhteisyrityksen fokusalue.

Lääkkeiden hinnat määrittelee paikallinen viranomainen, joten myyntikatteet ovat matalat ja

Oriolalla on hinnoittelussa liikkumavaraa vain pieneen osaan tuotevalikoimaa. Kannattavuuden osalta tärkeässä roolissa ovat matalat kiinteät kulut, tehokas osto- ja myyntiorganisaatio ja nopea varastonkierto. Perinteiset suuruuden ekonomiat auttavat isompia ketjuja keskittämään hankintojaan ja neuvottelemaan parempia sopimuksia.

Käsityksemme mukaan Oriola ei saa erityisiä synergioita siitä, että sillä on oman tukkutoiminnan lisäksi myös oma apteekketju Ruotsissa, joka helpottaa apteekkitoiminnan suunniteltua irrottamista yhteisyritykseen.

### Uusi yhteisyritys Euroapothecon kanssa aloittamassa Q4'22

Oriola tiedotti helmikuussa 2022 että Ruotsin apteekkiliiketoiminta Kronans Apotek on yhdistymässä Euroapothecon omistaman Apoteksgruppenin kanssa yhteisyritykseksi josta Oriola ja Euroapotheca omistavat kumpikin 50%. Uuden yhtiön markkinaosuus tulee olemaan noin 25% ja se on vahva kolmonen markkinalla.

Yhteisyritys tavoittelee 25 MEUR:n synergioita kolme vuoden aikana, joka aiheuttaa noin 25 MEUR kertakulut, mutta muuten yhtiöt eivät ole yhteisyrityksen suunnitelmia kertoneet tässä vaiheessa. Vuoden 2020 luvuilla yhteisyrityksen pro forma liikevaihto oli 1.1 mrd. EUR ja oikaistu liikevoitto 24 MEUR tai 2.1% liikevaihdosta. Kronans Apotek on historiassa tehnyt selvästi parempaakin tulosta joten synergioiden myötä tulospotentiaalia pitäisi olla. Kilpailuviranomaiset ovat hyväksyneet järjestelyn ja yhteisyrityksen odotetaan aloittavan lokakuussa 2022. Tämän jälkeen toiminta raportoidaan Oriolan osakkuusyhtiönä.

  
APOTEK



318 apteekkia  
ympäri Ruotsia



65 000 asiakasta  
päivittäin

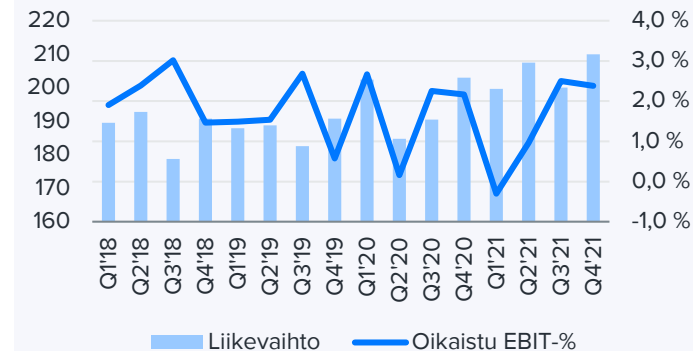
#3

Ruotsin 3. suurin  
apteekketju  
markkinaosuus 16 %



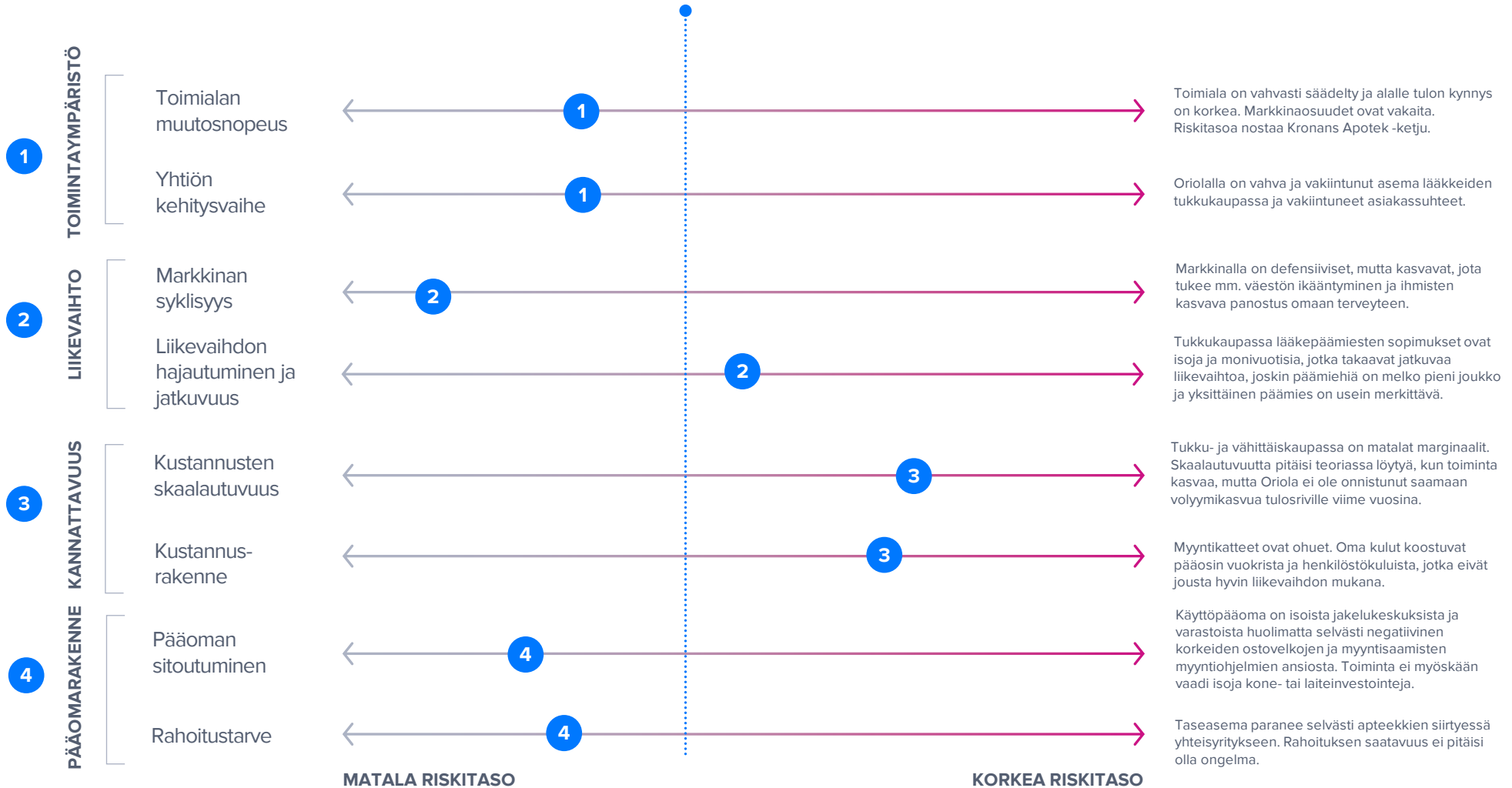
2,8 miljoonaa  
kanta-asiakasta

### Ruotsin apteekkiliiketoiminnan historiallinen kehitys



# Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Oriolan liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



# Sijoitusprofiili

## Vahva markkina-asema ja lääkealan tuntemus Suomen ja Ruotsin kasvavilla lääkemarkkinoilla

Oriolalla on vahva markkina-asema Suomen ja Ruotsin lääkkeiden tukkumarkkinoilla ja yhtiön markkinaosuus on molemmissa maissa yli 40 %. Oriolalla on myös yhteisyritykseen siirtyvä Ruotsin kolmanneksi suurin apteekkiketju Kronans Apotek, jolla on 16 %:n markkinaosuus Ruotsin apteekkimarkkinoista. Yhtiön ydinosaamiseen kuuluu lääkealan tuntemus ja suhteet koko arvoketjuun.

## Korkea alalle tulon kynnyks ja pitkät sopimukset tuovat liiketoimintaan vakautta

Oriola toimii lääkkeiden vähittäis- ja tukkukaupassa, mitkä ovat tiukasti säänneltyjä. Alalle tulon kynnyks on korkea ja markkinaosuudet ovat säilyneet yli ajan suhteellisen vakaina. Ydinliiketoiminnassa eli lääkkeiden tukkukaupassa markkinat on käytännössä jakaantuneet kahden toimijan kesken.

Vakiintunut asema toimialalla ja pitkät sopimukset asiakkaiden kanssa tuovat liiketoimintaan vakautta ja tasaisen tulovirran, mitä sijoittajat arvostavat. Yhtiö on kuitenkin kärsinyt vuosia sisäisistä ongelmista, joiden ratkaisu on avain parempaan tulostasoon jatkossa.

## Tuloskäännös hyvässä vauhdissa

Oriolalla on ollut vuodesta 2017 alkaen lukuisia haasteita, joiden takia tulos- ja kurssikehitys ovat olleet vaisuja. Viime kvartaalien tulostaso on kuitenkin ollut selvästi parempi sekä tukkukaupassa että Ruotsin apteekkitoiminnassa, mutta yhtiö on edelleen mielestämme

käänneyhtiö, jolla on potentiaalia jatkaa tulosparannusta myös tulevina vuosina kohti ennen 2017 nähtyjä tasoja (jatkuvien liiketoimintojen osalta). Rakenteellisesti yhtiössä ei ole nähdäksemme tapahtunut mitään, joka olisi heikentänyt tukkutoimintojen tulospotentiaalia 2015-16 tasoilta. Omalla toiminnan tehostamisella pitäisi siis edelleen pystyä parantamaan oleellisesti tulostasoa.

Ruotsin apteekkitoiminnan osalta tilanne on eri, sillä siellä koko alan marginaalit ovat heikentyneet viime vuosina ja lisääntyvä verkkokaupan osuus pitää marginaalipaineen yllä jatkossakin. Tämä hidastanee myös tulevan yhteisyrityksen kannattavuuskehitystä, mutta uskomme synergioiden tukemana senkin kannattavuuden kehittyvän positiivisesti lähivuosien aikana. Myös Ruotsin apteekkimarkkinan konsolidoituminen ja verkkokaupan kasvun todennäköinen rauhoittuminen voi mielestämme parantaa koko alan kannattavuutta tulevina vuosina.

Uskomme, että Oriola on keskipitkällä aikavälillä valmis luopumaan kokonaan Ruotsin apteekteista esim. myymällä omistuksena uudelle kumppanille Euroapothehalle. Tämä kirkastaisi yhtiön rakennetta ja arvoa.

## Tasainen kasvu markkinoilla

Tukkukaupassa liikevaihto ja volyyymi kasvaa melko tasaisesti markkinan mukana ja etenkin väestön ikääntyminen tukee lääkemarkkinan kasvua jatkossakin.

Näemme mahdollisena, että Oriola karsii edelleen liiketoimintojaan, joka voisi parantaa sen

keskittymistä ydintoimintaan eli lääkkeiden tukkukauppaan.

## Riskit ja uhat

Merkittävin riski osakkeen arvon kannalta on mielestämme Ruotsin apteekkiliiketoiminnassa. Yhteisyrityksen muodostamisessa, ja meidän arvostuksessa käyttämä arvo apteekkiliiketoiminnalle, vaatii selkeää kannattavuuden parantumista. Mikäli tätä ei onnistuta toteuttamaan, on sillä negatiivinen vaikutus sekä osakkeen arvoon että mahdollisesti Oriolan taseeseen.

Toinen riski on lääkemarkkinoiden hintasääntelyn tiukentuminen. Lääkemarkkinat ovat erittäin tarkasti säänneltyt. Lääkehoidon kustannuksista pyritään jatkuvasti hakemaan kansantalouksille säästöjä ja tämä on näkynyt lääkkeiden hintoihin tehtyinä hinnanalennuksina, mitkä ovat haitanneet toimialan kannattavuutta.

Kolmantena riskinä näemme sen, että Oriola joutuu edelleen tulevina vuosina jatkamaan investointeja ja muutoksia jakelukeskuksissaan (esim. Ruotsin ERP-järjestelmän uusiminen). Tämä aiheuttaa potentiaalisesti lisää viivästystä kannattavuuspotentiaalin näkymisessä tuloksessa.

Pidämme myös uusia yritysosto- /laajentumissuunnitelmia enemmänkin riskinä yhtiölle, sillä sen historia laajentumisessa uusille markkinoille ei ole kovin onnistunut.

# Toimiala 1/4: Suomen lääketukumarkkina

## Suomen lääketukumarkkinat

Suomessa lääkevalmisteiden tukkuhintainen myynti vuonna 2021 oli 2,9 mrd. EUR. Reseptilääkkeet muodostivat tästä 90 % ja itsehoitolääkkeet 10 %. Markkinakasvu vuonna 2021 oli 3 %. Vuosien 2009-2021 aikana Suomen lääketukumarkkinan kasvu on ollut 3 % vuodessa ja sitä on ajanut mm. väestön ikääntyminen ja uudet lääkkeet. Uskomme samantasoisen trendikasvun jatkuvan myös tulevina vuosina.

## Tukumarkkina on keskittynyt kahdelle pelurille

Lääkemarkkinat ovat vahvasti säänneltyjä, mikä nostaa alalle tulon kynnyksen. Esimerkiksi lääkkeiden logistiikka tulee pitää erillään muista tuotteista, joka rajoittaa muiden tukku- vähittäis- tai logistiikkatoimijoiden mahdollisuuksia saada synergioita laajenemalla lääkkeiden tukkukauppaan. Lisäksi suuret toimijat saavat huomattavia mittakaavaetuja ja pystyvät tarjoamaan monipuolisesti lääkeyhtiöiden vaatimia palveluita, mikä laskee uusien tulokkaiden uhkaa. Oriola ja saksalaiseen Phoenix-konserniin kuuluva Tamro jakavat Suomen lääketukumarkkinan lähes puoliksi. Oriolan markkinaosuus vuonna 2021 oli 44 %. Tamrolla on yli 50% markkinasta, muiden ollessa vain marginaalisia.

Markkinaosuudet ovat pysyneet jo vuosia melko vakaina ja ne vaihtelevat pääosin sen mukaan, miten lääkeyhtiöt välillä vaihtavat kilpailutuksen kautta tukkurilta toiselle tai sen mukaan, miten kunkin tukkurin lääkepäämiesten omat tuoteportfoliot milloinkin menestyvät. Oriola ja Tamro ovat isoille lääkeyhtiöille käytännössä ainoat varteenotettavat lääketukkurit Suomessa.

## Apteekit ovat Oriolan tärkein asiakaskunta

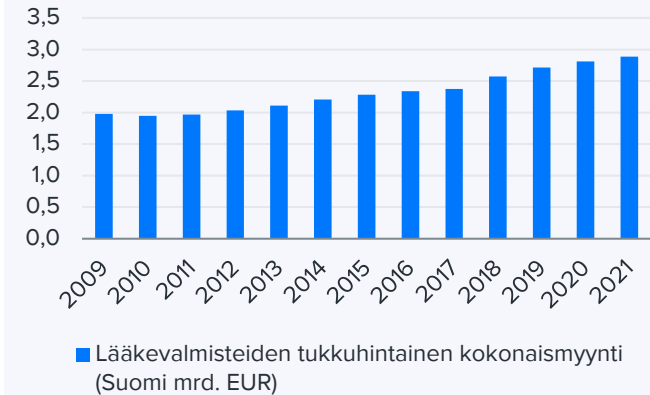
Lääketeollisuus ry:n mukaan lääkevalmisteiden tukkumyynnistä noin 2/3 oli myyntiä apteekkeille ja 1/3 myyntiä muihin kanaviin (mm. sairaalat ja eläinlääkärit). Suomessa Lääkealan turvallisuus- ja kehittämiskeskus (Fimea) määrittää apteekkien lukumäärän ja sijainnin, ja apteekin omistajana voi toimia vain proviisori tai Itä-Suomen ja Helsingin yliopistot. Suomessa oli 2021 lopussa 822 apteekkia. Sääntelyn ja laajan maantieteellisen peiton ansiosta apteekkien kokonaislukumäärä ei ole Suomessa olennaisesti kasvanut viimeisen kymmenen vuoden aikana.

## Yksikanavajärjestelmä

Suomessa lääkejakelu toimii yksikanavamallilla, mikä tarkoittaa, että tietyntyyppisen lääkeyhtiön tuotteet kulkevat asiakkaille vain yhden tukun kautta. Lääkeyhtiöt kilpailuttavat tukkurit tyypillisesti 2-3 vuoden välein ja valitsevat niistä sopivimman. Sopimukset ovat isoja ja pitkiä, palvelut ovat melko standardoituja ja erottautuminen on vaikeaa. Yksikanavamalli on markkinoiden muodostama käytäntö, eikä sille ole lainsäädännöllistä perustetta. Orion kuitenkin kilpailutti vuonna 2019 koko tuoteportfolionsa eri tukkureiden kesken ja yli 70 vuotta kestänyt eksklusiivinen suhde Orionin ja Oriolan välillä päättyi. Orionin lääkkeet jäivät Oriolan jakeluun, mutta muut apteekkituotteet siirtyivät Medifon Oy:n jaeltavaksi.

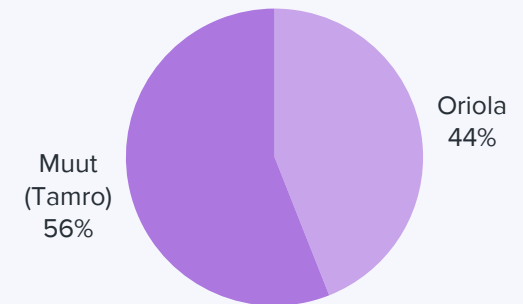
Emme usko Suomessa nähtävän suurempaa siirtymää monikanavajärjestelmään päin, vaikka se muualla maailmalla on yleisempi malli. Lääkeyhtiöiden kannalta volyymit Pohjoismaissa on pienet ja toisaalta tukkurien katteet ovat matalat, joten heillä ei nähdäksemme ole kannustinta muuttaa nykyistä mallia.

## Lääkevalmisteiden tukkumyynti Suomessa (mrd. EUR)



Lähde: Lääketeollisuus ry

## Suomen lääkkeiden tukumarkkina 2021



# Toimiala 2/4: Ruotsin lääketukku- ja apteekkimarkkina

## Ruotsin lääkkeiden tukkumarkkina

Ruotsin lääketukkumarkkina on pääpiirteittäin samanlainen kuin Suomessa. Vuonna 2021 Ruotsin lääketukkumarkkina oli 50 mrd SEK ja se kasvoi 3%. Oriolan markkinaosuus vuonna 2021 oli 46 %. Ruotsissa tukkumarkkina jakautuu Suomen tavoin kahden suuren pelurin kesken ja markkinoiden suurin toimija on Tamro. Arvioimme myös Ruotsissa melko tasaisen kasvutrendin jatkuvan.

## Ruotsin apteekkimarkkina

Ruotsin apteekkimarkkinan koko vuonna 2021 oli noin 50 mrd. SEK. Reseptilääkkeet olivat tästä 72 %, itsehoitolääkkeet 8 % ja terveydenhuollon kuluttajatuotteet 19 % (Lähde: Apoteksförning). 2021 lopussa Ruotsissa oli yhteensä 1 411 apteekkia, hieman vähemmän kuin vuoden 2020 lopussa. Kronans Apotek -ketjulla oli 2021 lopussa 319 apteekkia ja sen markkinaosuus oli 16%.

## Apteekkimarkkinan vapautus vuonna 2009

Suomen ja Ruotsin apteekkimarkkinoissa on merkittäviä lainsäädännöllisiä eroja. Suomessa apteekin omistajana voi toimia vain proviisori tai Itä-Suomen ja Helsingin yliopistot. Apteekkilupa on myös henkilökohtainen ja näin ollen Suomessa ei ole mahdollista rakentaa apteekkitetjua (pl. Yliopiston Apteekki). Ruotsissa valtion apteekkimonopoli purettiin vuonna 2009 ja markkina on sen jälkeen ollut vapaa kilpailulle. Suomessa lääkevalmisteita voi myydä vain apteekeissa, mutta Ruotsissa osaa reseptivapaista lääkkeitä voidaan myydä myös esim. päivittäistavarakaupoissa ja huoltoasemilla.

## Apteekkimarkkina konsolidoitumassa

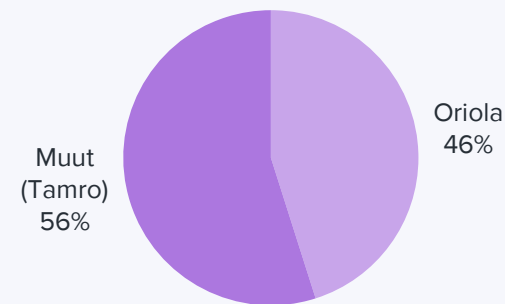
Kilpailun vapauduttua 2009, Ruotsin apteekkimarkkinalle tuli useita uusia toimijoita ja apteekkien määrä kasvoi nopeasti. Viime vuosina kehitys on kääntynyt ja ala on konsolidoitumassa, tästä viimeisimpänä esimerkkinä Oriolan ja Euroapothecon yhteisyritys.

Ruotsin suurimmat apteekkitetjut ovat Ruotsin valtion omistama Apoteket AB ja kauppakonserni ICA:n omistama Apotek Hjärtat, joiden molempien markkinaosuus on noin 30%. Oriolan omistaman Kronans Apotekin ja Apoteksgruppenin tuleva yhteisyritys yhdistää nykyiset kolmos- ja nelospaikat vahvaksi kolmoseksi noin 25% markkinaosuudella. Viidenneksi suurin toimija on puhtaasti verkkoapteekkina toimiva Apotea, joka on kasvanut viime vuosina hyvin voimakkaasti ajamalla apteekkikaupan siirtymistä verkkoon.

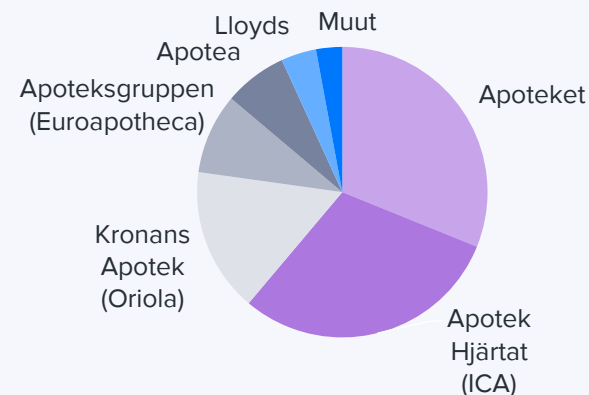
Lloyds Apotek -ketju on Ruotsin apteekkimarkkinoiden pienin ”iso” ketju, markkinaosuuden ollessa alle 5%. Lloydsin omisti aiemmin USA:lainen McKesson, joka kuitenkin luopui Euroopan toiminnoistaan ja Lloyds siirtyi keväällä 2022 hollantilaisen pääomasijoitusyhtiön omistukseen. Lloydsin päämarkkina on kuitenkin Iso-Britannia joten Ruotsin toimintojen osalta lopullinen omistaja voi mielestämme olla joku nykyisistä kolmesta suuresta ketjusta. Tämä käytännössä veisi loppuun markkinan konsolidoitumisen kolmelle suurelle toimijalle.

Apteekkitetjujen lisäksi markkinoilla toimii noin 40 itsenäistä apteekkia, joilla tulee arviomme mukaan olemaan jatkuvasti vaikeampaa pärjätä nykyisessä kilpailutilanteessa.

## Ruotsin lääkkeiden tukkumarkkina 2021



## Ruotsin apteekkimarkkina, indikaatiiviset markkinaosuudet



# Toimiala 3/4: Ruotsin apteekkimarkkina

## Apteekkimarkkina siirtyy nopeasti verkkoon

Apteekkimarkkina on siirtynyt Ruotsissa nopeasti verkkoon, jota pandemia vauhditti. Vauhti kuitenkin tasaantui vuoden 2021 aikana ja vuoden lopussa verkkokaupan osuus oli 17%, kun se vuotta aiemmin oli 18%. Vuonna 2015 osuus oli vain 3 %, joten kasvu on ollut ripeää ja trendikasvu jatkuu pandemian jälkeisen tasaantumisen jälkeen. Apteekkimarkkinan siirtymistä verkkoon on ollut kiihdyttämässä erityisesti kirjakauppa Adlibriksen perustajan Pär Svärdsenin uusi kasvuyhtiö Apotea. Myös kaikki suuret apteekki ketjut panostavat nyt omien verkkokauppojen kasvattamiseen, mutta Apotea on verkossa selvä markkinajohtaja.

## Verkkokauppa aiheuttaa kiristyvää hintakilpailua

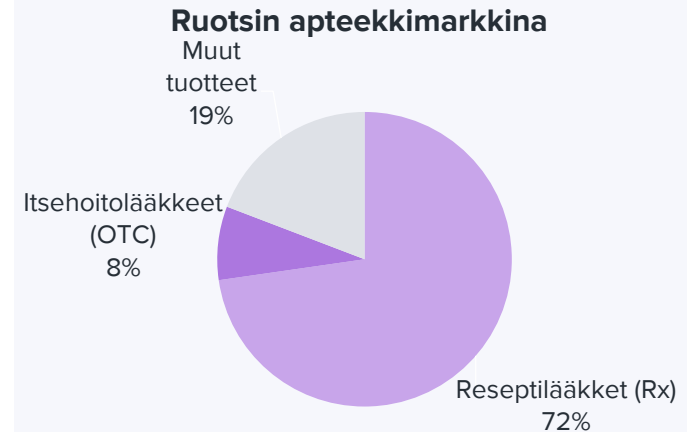
Verkkokauppa on kiristänyt apteekkimarkkinan kilpailua Ruotsissa viime vuosina, sillä perinteisesti hyväkatteiset tuotteet (kosmetiikka, vitamiinit, rasvat jne.) ovat siirtyneet verkkoon ja kivijalkaan on jäänyt suhteellisesti suurempi osa matalakatteisia reseptilääkkeitä. Hyvän katteen tuotteita myydään verkossa matalilla ”sisäänheittohinnoilla”, mikä luo painetta myös kivijalka-apteekeille laskea omia hintojaan kilpailukykyiselle tasolle. Käsityksemme mukaan Ruotsissa ei yksikään apteekki tekisi voitollista tulosta pelkästään reseptilääkkeillä, joten kaikki pyrkivät pitämään muiden kuin reseptilääkkeiden osuuden myynnistä korkeana. Oriola on onnistunut viime vuosina nostamaan reseptivapaiden lääkkeiden ja terveydenhuollon kuluttajatuotteiden osuutta myynnistä, sen ollen 2021 lopussa 26 %, kun se pari vuotta sitten oli 24 %, joskin 2016 oltiin nykyistäkin korkeammalla tasolla. Koko verkkokaupan markkinassa reseptilääkkeet vs.

muut tuotteet on kuitenkin jakautunut noin 50/50 eli verkkokaupassa myyntimix on apteekkien kannalta selvästi parempi.

## Marginaalit painessa, ala konsolidoituu

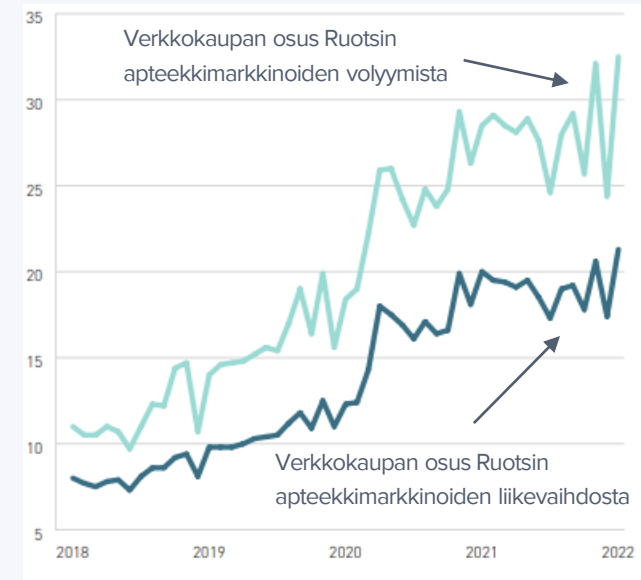
Ruotsin apteekkimarkkinan kilpailutilanne on muuttunut hyvin haastavaksi, kun kilpailun vapauttamisen jälkeen apteekkien määrä kasvoi reippaasti. Viime vuosina kasvu on tasoittunut, mutta määrä on edelleen noin 50 % enemmän kuin ennen monopolin purkua. Lisäksi verkkoapteekit ovat matalilla hinnoillaan pakottaneet kivijalka-apteekit laskemaan omia hintojaan ja panostamaan omien verkkokauppojen kehittämiseen. Koko alan kannattavuus onkin liikevoittomarginaalilla mitattuna laskenut viimeisen viiden vuoden aikana noin 3 %:ta alle 2 %:iin. Kiihtynyt kilpailu ja heikentyneet marginaalit ovat ajaneet konsolidaatiota markkinalla, josta Oriolan ja Euroapothecan yhteisyritys on viimeisin merkki. Uskomme, että konsolidaatiokehitys ja jo varsin matala kannattavuus tarkoittavat, että heikompaan suuntaan ei enää kannattavuusmielessä mennä. Jäljelle jäävät isommat ketjut pystyvät paremmin panostamaan uusiin kyvykkyyksiin ja sopeuttamaan toimintaansa kiristyneen kilpailun vaatimalle tasolle. Verkkokauppa vaatii kuitenkin panostuksia kivijalka-apteekeilta jatkossakin, joten koko markkinan osalta emme odota myöskään nopeaa kannattavuuden nousua.

Oriolan apteekkitoiminnan marginaali oli alan keskiarvoakin heikompi, 1,4 % vuonna 2021. Yhteisyrityksen tuomat synergiat pitäisi tukea parantumista seuraavan kolmen vuoden aikana.

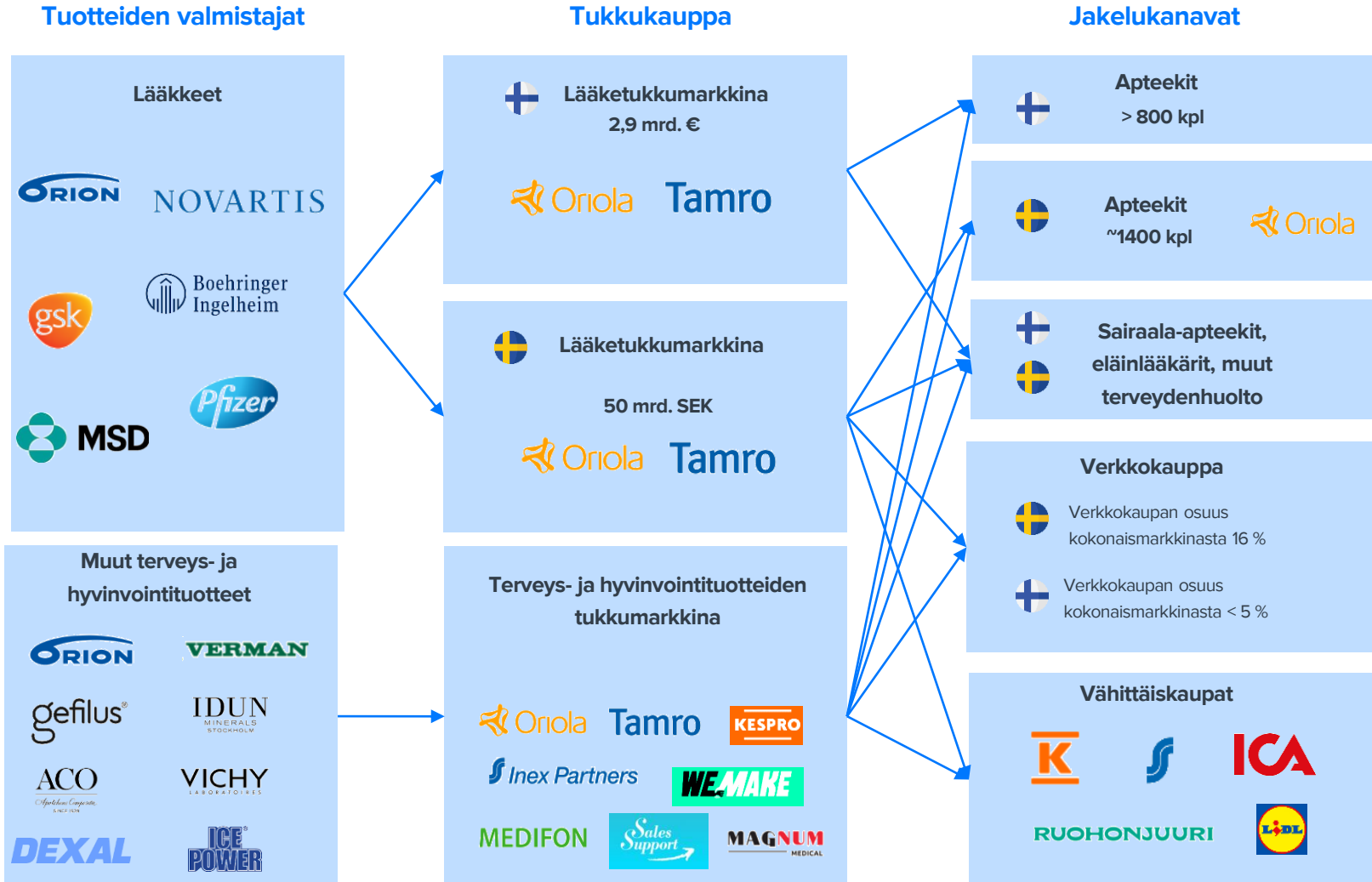


## Inderesin arvio keskimääräisistä myyntikatteista:

- Reseptilääkkeet (Rx) ~15 %
- Reseptivapaat lääkkeet (OTC) ~ 30-40 %
- Terveydenhuollon kuluttajatuotteet (TG) ~ 40-50 %



# Toimiala 4/4: Markkinat ja arvoketju





# Strategia

## Toiminnan tarkoitus ”Health for life”

Oriola on Pohjoismaissa toimiva terveys- ja hyvinvointialan yritys, jonka toiminnan tarkoitus on ”Health for life”. Yhtiö mahdollistaa terveemmän huomisen vastuullisten terveyden ja hyvinvoinnin tuotteiden ja palveluiden avulla.

## Oriola yhdistää terveyden ja hyvinvointialan yritykset ja kuluttajat

Oriola toimii linkkinä terveyden ja hyvinvointialan yritysten ja vähittäiskaupan/kuluttajien välillä. Oriola tarjoaa lääkeyrityksille, apteekkeille ja muille alan toimijoille kattavan palvelukokonaisuuden. Oriola edistää ihmisten ja eläinten hyvinvointia varmistamalla, että sekä lääkkeet että terveyden ja hyvinvoinnin tuotteet toimitetaan turvallisesti ja asiakasystävällisesti. Oriola tarjoaa myös lääke- ja annosjakelupalveluita terveydenhuollon tarpeisiin. Ruotsissa Oriola tarjoaa omissa apteekkeissaan (ja verkossa) laajan valikoiman tuotteita ja myös terveys- ja hyvinvointineuvontaa.

## Liiketoiminnan fokus kirkastunut tukkukauppaan

Oriolalla on ollut jo lukuisia vuosia haasteita oman toiminnan laadun ja tehokkuuden kanssa (Suomen ERP-ongelmat, Enköpingin jakelukeskuksen ylösajon pitkittyminen sekä Ruotsin apteekkien hintakilpailu), minkä lisäksi yhtiössä on näiden koettujen haasteiden lisäksi tehty erikoisia strategisia valintoja mm. Hehku-ketjun lanseeraus, minkä takia yhtiöllä meni sukset ristiin tärkeimpien asiakkaidensa kanssa, ja hieman poukkoileva kehitys uusille alueille laajentumisessa/vetäytymisessä. Viimeisimmät kvartaalitulokset tosin ovat näyttäneet jo aiempia vuosia selvästi paremmalta.

Viimeisen vuoden aikana yhtiö on selvästi virtaviivaistanut liiketoimintojaan osim. luopumalla

henkilöstövuokrauksesta ja suunnitellulla yhteisyrityksellä Ruotsin apteekkiliiketoiminnassa. Näin strateginen fokus on jatkossa selvästi tukkuliiketoiminnassa Suomen ja Ruotsin markkinoilla.

## Tehokkuuden parantaminen edelleen päätavoite

Oriola julkisti lokakuussa 2021 muutosprosessiin ”tulostähteen varmistamiseksi”. Tähän sisältyy neljä pääelementtiä:

1. Kustannussäästöt: yksinkertaisempi toimintamalli, operatiivisten kulujen vähentäminen sekä tiukka kustannuskuri. Tässä tavoitteena on 7 MEUR säästöt, jotka realisoituu pääosin vuoden 2022 aikana.
2. Tehokas käyttöpääoman hallinta: tuoteportfolion optimointi sekä parempi toimitusketjun hallinta.
3. Asiakassuhteiden johtaminen: vahva asiakaskokemus ja yhden luukun asiointiperiaate.
4. Kaupallisen osaamisen kehittäminen: palveluvalikoiman kirkastaminen, hinnoittelumallin tarkistaminen ja katehallinnan parantaminen.

Näistä kohdan 1. säästöt näkyvät konkreettisesti tuloksessa jo melko nopeasti, joskin yhtiö korostaa säästöjen olevan bruttomääräisiä eikä siis suoraan tulosparannusta. Käsitteemme mukaan käyttöpääoman hallinnassa työ on enemmän alkuvaiheessa ja se, sekä kohdat 3 ja 4, ovat muutenkin nähdäksemme asioita, joita organisaation tulee jatkuvasti tarkkailla ja kehittää. Lisäksi näiden vaikutukset näkyvät asteittain, eivätkä ne ole helposti käännettävissä numeroiksi.

## Vastuullisuuden pitkän aikavälin tavoitteet

- Ihmisten terveyden edistäminen
- Paras työntekijäkokemus
- Hiilineutraali 2030 mennessä

## Strategiatyö käynnissä

Oriola ilmoitti viime lokakuussa aloittavansa strategian uudistamisen. Käsitteemme mukaan työ on jatkunut toimitusjohtajan vaihdoksesta huolimatta ja uusi strategia tullaan esittämään Ruotsin apteekkiliiketoiminnan siirryttyä uuteen yhteisyritykseen

# Taloudelliset tavoitteet

## Markkinakasvun mukainen kasvu

Markkinakasvun mukainen kasvu on mielestämme perusteltu ja realistinen tavoite Oriolalle, koska tukkukaupassa se on puolet markkinasta ja normaalissa tilanteessa kasvun pitäisikin seurata markkinakehitystä. Arviomme mukaan markkinaosuuden kasvattaminen olisi tukkukaupassa Oriolalle pitkällä aikavälillä vaikeaa, eikä mahdollisuuksia yritysostoihin nykymarkkinoilla ole kun markkina on jakautunut kahdelle toimijalle.

## Vuotuinen EPS-kasvu yli 5 %

Kun osakekohtaisen tuloksen kasvutavoite alun perin julkistettiin vuonna 2015, oli Oriolan EPS 0,25 euroa. Viime vuosina EPS on ollut 0,04-0,06 euroa. Näiltä tasoilta tavoitteen pitäisi olla helposti saavutettavissa, eikä se kerro mitään yhtiön tavoitteesta tuloksenteon suhteen. Mielestämme tämä tavoite ei olekaan nykytilanteessa kovin onnistunut.

Matalan myyntikatteen ja tasaisesti kasvavien kiinteiden kulujen vuoksi (vuokrat ja henkilöstökulut) yhtiön on vaikea tehostaa toimintaa riittävästi yli ajan yltääkseen yli 5 %:n vuotuisen EPS-kasvuun ilman yli 5 %:n vuotuista volyymikasvua. Nykytilanteessa marginaalin parantumisella voidaan kuitenkin tukea tuloskasvua.

## Sijoitetun pääoman tuotto (ROCE) yli 20 %

Oriolan sijoitetun pääoman tuotto (ROCE) on viimeiset neljä vuotta ollut 5 % ympärillä eli selvästi alle tavoitetason, johtuen heikosta kannattavuudesta. Ennen yhtiön ERP-ongelmia ja Ruotsin apteekkien heikentyneitä kannattavuutta pääoman tuotto oli tavoitetasolla (vuonna 2015).

Yhtiön tase- ja tulosrakenne muuttuvat, kun Ruotsin apteekit siirtyvät yhteisyritykseen ja sen tulos esitetään osakkuusyhtiönä. Emme usko, että yhtiö pääsee 20% ROCE:en nykyisellä laskentakaavalla koko konsernille, mutta jatkuvien toimintojen pitäisi siihen päästä, eikä se ole edes kovin haastava taso. Tätä tavoitetta tultaneen rakennemuutoksen takia päivittämään lähiaikoina.

## Nettovelkaantumisaste alle 70 %

Oriolan raportoitu nettovelkaantumisaste vuoden 2021 lopussa oli 47 % Kun myydyt myyntisaamiset otetaan huomioon, mutta vähennetään IFRS 16 vaikutus, on taloudellisten tavoitteiden mukainen oikaistu nettovelkaantumisaste ml. myydyt myyntisaamiset noin 95 % eli selvästi tavoitetason yläpuolella.

Suunniteltu yhteisyritys kuitenkin vähentää velkoja EUR 134m (leasing vastuita ja factoring velkaa) ja tuo 24 MEUR käteistä Oriolalle. Nämä huomioiden nettovelkaantumisaste olisi ollut matalampi, joskaan tarkka luku ei ole laskettavissa. Emme usko yhtiön tarvitsevan lisävelkaa lähivuosina joten velkaantumisen pitäisi pysyä tavoitetason puitteissa.

## Voitonjakopolitiikka

Oriolan tavoitteena on jakaa vuosittain osinkoina noin 50 prosenttia osakekohtaisesta tuloksesta. Vuosittaiseen osinkoon vaikuttaa lisäksi yhtiön strategia ja taloudellinen asema.

Tuloksen heikentyessä Oriola piti pitkään kiinni absoluuttisesta osinkotasostaan, mutta joutui leikkaamaan sitä selvästi vuoden 2020 osalta, jolloin osingonjakosuhte palautui 50% tasolle. Uskomme Oriolalla olevan potentiaalia nostaa osinkoaan tuloksen parantumisen tahtiin.

## Taloudelliset tavoitteet

### Oriolalla on voimassa neljä taloudellista tavoitetta:

- Markkinakasvun mukainen liiketoiminnan kasvu
- Osakekohtaisen tuloksen kasvu yli 5 % vuosittain
- Sijoitetun pääoman tuotto yli 20 %
- Oikaistu\* nettovelkaantumisaste alle 70 %

\*sisältäen myydyt myyntisaamiset, mutta ilman IFRS 16 vuokravastuita

## Taloudellinen suorittaminen

- Liikevaihdon CAGR noin 5% 2016-2021
- Osakekohtaisen tuloksen CAGR noin -19% 2016-21
- Sijoitetun pääoman tuotto keskimäärin 6% 2017-21
- Oikaistu\* nettovelkaantumisaste noin 95% 2021

\*sisältäen myydyt myyntisaamiset, mutta ilman IFRS 16 vuokravastuita

# Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/4

## Lyhyt historia Oriolan kehittymisestä

Oriola Apteekkitavarakauppa Oy perustettiin 1948 osaksi Orion-yhtymää. Oriola toi maahan, myi ja jakeli lääkkeitä ja muita tuotteita. 1990-luvulla Oriola laajensi lääkkeiden tukkukauppaa Viroon, Latviaan ja Liettuaan. Vuonna 2003 Oriola laajensi tukkutoimintaa Ruotsiin ostamalla maan toiseksi suurimman lääketukkurin Kronans Droghandelin. Vuonna 2006 Orion ja Oriola jakautuivat ja Oriola listautui Helsingin pörssiin nimellä Oriola-KD Oyj.

Oriola laajensi Venäjälle 2008 ostamalla apteekkiyhtiö Vitimin ja lääkkeiden tukkukauppa Moronin. Oriola osti vielä myöhemmin Moskovasta 03 Apteka- ketjun. Oriola laajensi toimintaansa vuonna 2010 Ruotsin apteekkimarkkinoille sen jälkeen, kun Ruotsin apteekkimonopoli purettiin. Oriola osti ensin yhden maanlaajuisen apteekketjun, joka aloitti nimellä Kronans Droghandel ja vuonna 2013 Oriola osti Medstop- apteekketjun. Kronans Droghandel ja Medstop yhdistettiin Kronans Apotek -ketjuksi.

Vuonna 2014 Oriola myi myyntihetkellä tappiota tehneet Venäjän toiminnot, kirjasi 148 MEUR:n myyntitappion ja järjesti 76 MEUR:n osakeannin taseen vahvistamiseksi.

Vuonna 2015 Oriola osti annosjakeluyhtiö Svensk Dosin Ruotsista. Vuonna 2016 Oriola osti annosjakelua Suomessa tarjoavan Pharmaservicen ja lääkealan palveluyritys Farentan, joka tarjoaa mm. henkilöstöpalveluita apteekkeille.

Oriola myi 2017 Baltian liiketoiminnot ja yhtiö on sen jälkeen keskittynyt Suomeen ja Ruotsiin.

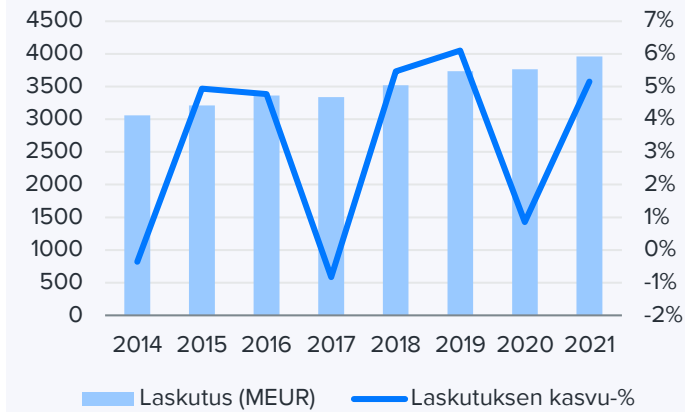
Vuonna 2017 Oriola ja Kesko perustivat yhteisyritys Hehkun, josta oli tarkoitus tulla koko Suomen kattava terveys- ja hyvinvointiketju. Hehku oli selvä panostus Suomen apteekkimarkkinan potentiaaliselle vapautumiselle.

Syksyllä 2017 Oriola otti Suomessa käyttöön uuden ERP-järjestelmän, joka sekoitti yhtiön toiminnan ja Suomen lääkejakeleu pitkäksi aikaa. Oriolan toimitusjohtajana 2006 alkaen toiminut Eero Hautaniemi jätti tehtävänsä ja tilalle tuli Robert Andersson. Vuonna 2018 Oriola ja Kesko ilmoittivat sulkevansa Hehkun, koska se ei saavuttanut sille asetettuja tavoitteita, eikä Suomen apteekkimarkkinaa vapautettu toisin kuin yhtiöt olivat toivoneet. Vuonna 2019 Oriolan toiminta organisoitiin uusiin asiakaskeskeisiin liiketoiminta-alueisiin.

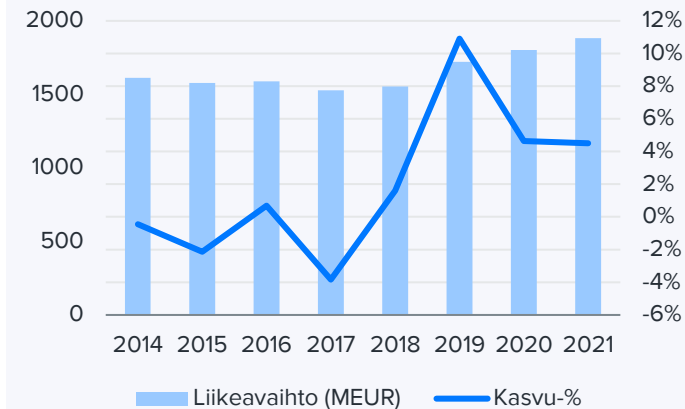
Vuonna 2021 uudeksi toimitusjohtajaksi valittiin Elisa Markula, joka aloitti ripeästi tehostustoimet yhtiössä, mutta jätti yhtiön vain muutaman kuukauden jälkeen jo alkuvuodesta 2022. Samoin 2021 CFO:ksi tullut Sari Pohjonen on jättämässä yhtiön syksyllä 2022. Markulan jälkeen toimitusjohtajaksi valittiin Katarina Gabrielson, jolla on pitkä ura Oriolan eri toimintojen johtotehtävissä.

Kun Ruotsin apteekkiliketoiminta siirtyi loppuvuonna 2022 uuteen yhteisyritykseen, Oriolaan jää lähinnä Ruotsin ja Suomen tukkukauppaliiketoiminnot. Viimeisen 15 vuoden aikana yhtiö on siis ehtinyt aloittaa ja lopettaa monenlaisia liiketoimintoja ja palaa nyt karkeasti siihen rakenteeseen joka sillä 15-20 vuotta sitten oli.

## Laskutus



## Liikevaihto



# Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 2/4

## Toiminnan volyymi on kehittynyt positiivisesti

Oriolan laskutus on kehittynyt 2014-2021 aikana positiivisesti ja se on kasvanut 3060 MEUR:sta 4350 MEUR:oon. Keskimääräinen vuotuinen kasvu (CAGR) on ollut noin 4 %. Kasvun taustalla on ollut Suomen ja Ruotsin lääkemarkkinoiden kasvu, uudet lääkepäätömissopimukset sekä uusille palvelualueille laajentuminen yritysostojen kautta. Oriolan liikevaihto on 2014-2021 aikana kasvanut 1612 MEUR:sta 1880 MEUR:oon. Liikevaihto on kasvanut hitaammin kuin laskutus ja liikevaihdon keskimääräinen vuotuinen kasvu (CAGR) on ollut vajaa 3 %. Laskutuksen ja liikevaihdon kasvuerot johtuvat lääkepäätösten kanssa tehtyjen sopimusten eroista, sillä toisissa sopimuksissa liikevaihtoon kirjataan koko tuotteen hinta (omistusvarasto) ja toisissa sopimuksissa liikevaihtoon kirjataan pelkästään myyntikate (kaupintavarasto). Tämän takia laskutus kuvaa Oriolan toiminnan volyymin kehitystä paremmin kuin liikevaihto.

## Kulurakenne painottuu materiaaleihin

Oriolalla kolme merkittävää kuluerää 1) materiaalit ja tarvikkeet, 2) henkilöstökulut ja 3) liiketoiminnan muut kulut. Apteekkiliiketoiminnan poistuessa luvuista materiaalien ja tarvikkeiden osuus nousee entisestään kun apteekkien henkilöstö- ja vuokratkulut poistuvat Oriolan luvuista.

Materiaalit ja tarvikkeet -erä on vuosien 2015-2021 aikana ollut noin 80 % liikevaihdesta eli käänteisesti myyntikate on ollut 20 %-tasoa. Myyntikatteen tarkastelua heikentää se, että yhtiöllä on hyvin erilaisia liiketoimintoja ja erilaisia tukkusopimuksia lääkemyhtiöasiakkaidensa kanssa

(kuten mainittu yllä). Oriolalla on myyntikatteeseen muutenkin hyvin pieni kontrolli, sillä viranomaiset määrittelevät lääkkeiden hinnat, eikä yhtiöllä ole mahdollisuuksia vaikuttaa myyntihintoihin ja -katteisiin oikeastaan muualla kuin vapaan kaupan tuotteissa ja palveluliiketoiminnassa.

Toiseksi suurin kuluerä on henkilöstökulut, jotka ovat 2015-2021 välillä olleet keskimäärin 10 % liikevaihdesta. Henkilöstökulujen suhteellinen osuus on ollut laskussa 2019-21, noustuaan selvästi 2017-18 kun ERP-ongelmien takia tarvittiin ylimääräistä työvoimaa.

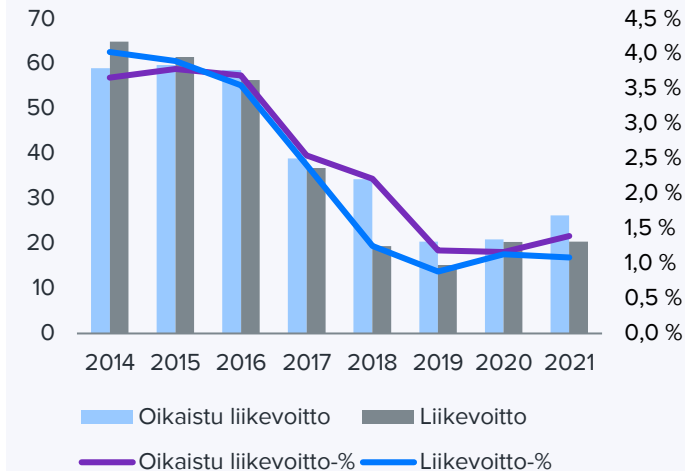
Kolmas pääkustannuserä eli liiketoiminnan muut kulut koostuu useista eristä, kuten rahdin, markkinoinnin, tietohallinnon ja toimitilojen kuluista. Liiketoiminnan muut kulut ovat olleet keskimäärin 8 % liikevaihdesta.

Paine myyntikatteessa, jonka uskomme johtuneen etenkin Ruotsin apteekkiliiketoiminnasta, on pitänyt kannattavuuden matalana 2019-21, kun kiinteitä kuluja on saatu painettua alas.

## Tuloskehitys nousussa matalalta tasolta

Vuosina 2014-16 Oriola pystyi noin 60 MEUR liikevoittotasoon, josta karkeasti puolet tuli tukkukaupasta ja Ruotsin apteekkiliiketoiminnasta. Tukkukaupan ERP-ongelmien ja apteekkitoiminnan kiristyneen kilpailun myötä tulos tippui 20 MEUR:oon vuosina 2019-20. Viimeisen 12 kk oikaistu liikevoitto jatkuvien liiketoimintojen osalta on 22 MEUR ja Ruotsin apteekkien osalta noin 20 MEUR.

## Liikevoitto



# Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 3/4

## Taseessa vain vähän aineellista omaisuutta

Oriolan taseen loppusumma vuoden 2021 lopussa oli 1100 MEUR. Taserakenne tulee muuttumaan kun Ruotsin apteekkiliiketoiminta siirtyy yhteisyritykseen, mutta tarkastelemme tässä nykyistä rakennetta.

Oriolan varoista 25% on liikearvo, joista pääosa (210/274 MEUR) on Ruotsin apteekkiliiketoimintaan liittyvää. Oriolan mukaan 0,5 %-yksikön lasku marginaalioletuksissa johtaisi alaskirjaukseen, joten riski alaskirjaukseen on olemassa. Tosin jatkossa tämä liiketoiminta kirjataan osakkuusyhtiönä, jolloin läpinäkyvyys alaskirjaustarpeeseen heikkenee. Oriolalla on omaa pääomaa karkeasti saman verran kuin Ruotsin apteekkitoiminnan liikearvoa, joten mahdollinen alaskirjaus voisi aiheuttaa merkittävän iskun taseeseen.

Aineellista omaisuutta Oriolalla on rajallisesti, pääosa taseen aineellisesta omaisuudesta on vuokrasopimukseen liittyvää ja varsinaista aineellista omaisuutta on vain 50 MEUR, sitoutuen käytännössä logistiikkakeskuksiin.

Vaikka Oriola on myynyt noin puolet myyntisaamisistaan, on ne ja varastot yhteensä noin 40 % sen taseesta ja yli 30 % liikevaihdosta. Tämä toki johtuu myös aineellisen omaisuuden pienestä määrästä.

Vastuiden puolella Oriolan tase on melko poikkeuksellinen, sillä ostovelat ovat yli puolet taseesta. Käytännössä tämä tarkoittaa, että pitkillä maksuajoilla lääkeyhtiöt rahoittavat pitkälti Oriolan toiminnan. Toki tämän kääntöpuolena on matalat

marginaalit, mutta pitkien maksuaikojen antama pääoman tehokkuus mahdollistaa Oriolalle hyvän pääoman tuoton matalasta marginaalitasosta huolimatta. Korolliset- ja leasingvelat ovat 20% taseen koosta, samoin osakepääoma. Leasingvelat tulevat pienemään selvästi, kun apteekit siirtyvät yhteisyritykseen.

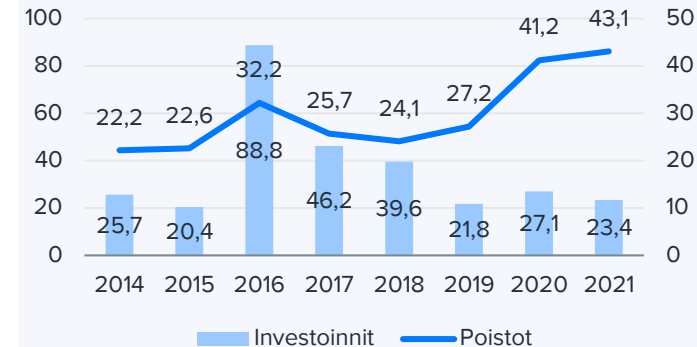
Oriolan nettokäyttöpääoma oli vuoden 2021 lopussa -168 MEUR (-9 % liikevaihdosta), joka on keskimääräiseen pörssiyritykseen nähden poikkeuksellisen matala taso. Ilman myyntisaamisten myyntiä, nettokäyttöpääoma olisi karkeasti nollassa, joka sekin on mielestämme erittäin hyvä taso.

## Investointien taso on vaihdellut

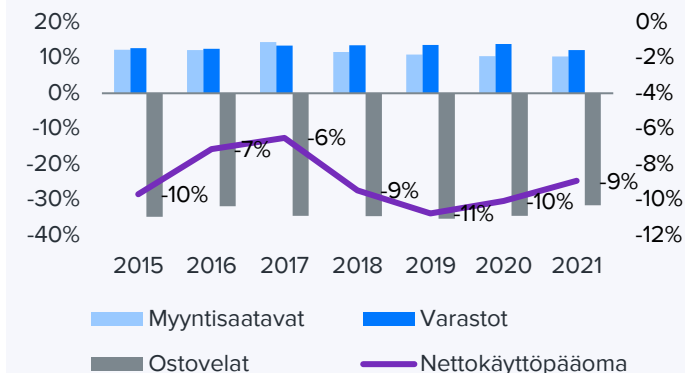
Oriola on viime vuosikymmenen aikana tehnyt isoja ERP-investointeja sekä yritysostoja, jotka nosti investointitasoa, mutta viime vuosina investoinnit ovat olleet maltillisia, 20-30 MEUR. Poistot ovat yli 40 MEUR, mutta siitä noin puolet on IFRS 16 mukaisia käyttöoikeusomaisuuden poistoja joten se huomioiden investointitaso näyttää riittävältä. Viime vuosina investoinnit ovat kohdistuneet enemmän apteekkiliiketoimintaan ja onkin mahdollista että sen siirtyessä yhteisyritykseen investoinnit tukkuliiketoimintaan tulevat kasvamaan.

Jatkuvien liiketoimintojen poistotaso on vain noin 15 MEUR, mutta koska toiminta kasvaa tasaisesti, uskomme kestävän investointitason olevan jonkin verran tätä suurempi, vaikka liiketoiminta ei merkittävästi aineellista omaisuutta vaadikaan. Arvioimme kestävän investointitason olevan noin 15-20 MEUR.

## Investoinnit ja poistot



## Nettokäyttöpääoma %-myynnistä



# Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 4/4

## Nettovelka

Oriolan raportoitu gearing vuoden 2021 lopussa oli 47 % Kun mydyt myyntisaamiset otetaan huomioon, mutta vähennetään IFRS 16 vaikutus, on taloudellisten tavoitteiden mukainen oikaistu nettovelkaantumisaste ml. mydyt myyntisaamiset noin 95 % eli selvästi tavoitetason yläpuolella.

Suunniteltu yhteisyrittys kuitenkin vähentää velkoja EUR 134m (leasing vastuita ja factoring velkaa) ja tuo 24 MEUR käteistä Oriolalle. Nämä huomioiden gearing olisi ollut matalampi, joskaan tarkka luku ei ole laskettavissa.

Nettovelka/EBITDA on kuitenkin 4-5x sekä 2021 lopun luvuilla että huomioiden apteekkiliiketoiminnan siirtyminen yhteisyrittökseen. Ennusteissamme tämä tunnusluku kuitenkin paranee vuoden 2022 aikana hyvälle tasolle, noin 2.5x, tulosparannuksen ja hyvän kassavirran myötä.

## Rahavirralla on tapana vaihdella voimakkaasti

Oriolan liiketoiminnan rahavirtaan on luonnollisesti vaikuttanut negatiivisesti yhtiön vaisu tuloskehitys. Isoista käyttöpääoman eristä ja isoista yksittäisistä asiakkaista/toimituksista johtuen käyttöpääoman muutokset heiluttavat rahavirtaa merkittävästi kvartaali- ja vuositasollakin. Etenkin vuosina 2017-20 kassavirtaa tuki kasvu myydyissä myyntisaamisissa 95 MEUR:sta (v. 2017) 180 MEUR:oon (v. 2020).

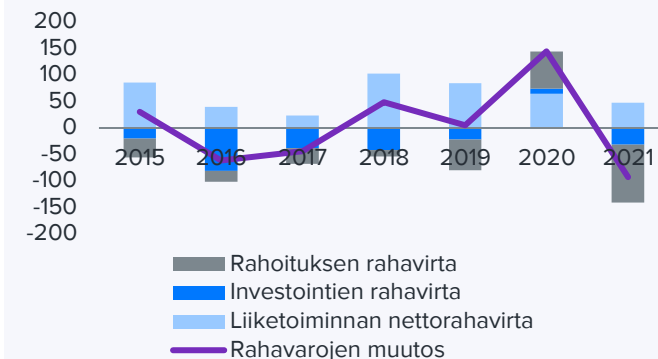
Investoinneissa lukuisat yritysostot 2016-2018 aikana näkyivät negatiivisesti mutta viime vuosina yhtiö on ollut enemmänkin luopumassa liiketoiminnoistaan joka on tukenut lievästi

kassavirtaa.

## Omavaraisuusaste ja gearing (raportoitu)



## Kassavirran komponentit (MEUR)



# Ennusteet 1/2

## Ennustaminen on varsin karkealla tasolla

Kuten aiemmin raportissa olemme maininneet, Oriolan liikevaihtoa heiluttaa erilaisiin sopimusrakenteisiin liittyvät tekijät. Tämä vaikuttaa myös marginaalitasoon, kun osasta toimintaa kirjataan liikevaihtoon vain kate, osasta taas koko tukkumyyntihinta. Tämän takia Oriolan luvuista oleellisia ovat mielestämme etenkin laskutus ja absoluuttinen liikevoitto. Ennusteissamme oletamme tosin laskutuksen ja liikevaihdon kehittyvän samaa vauhtia, koska meillä ei ole näkyvyyttä sopimusrakenteiden muutoksiin. Koska Ruotsin apteekkien irtautumisen jälkeen Oriola raportoi vain yhden segmentin (ja konsernierät), ennustaminen on mielekästä lähinnä tämän segmentin kautta koko konsernin luvuille. Oriolan tapauksessa emme siten näe tarpeellisuutta tai hyödyllisenä katsoa kovin tarkasti eri kustannuseriä. Pidemmällä aikavälillä toki esim. toiminnan tehokkuus pitäisi näkyä kulusuhteessa ja marginaalissa, mutta niitä voi heiluttaa myös sopimusrakenteiden erot ja muutokset.

## Ohjeistus ja ennusteet vuodelle 2022

Oriolan alkuvuosi sujui hyvin, vaikka Q2 ei yltänyt odotusten tasolle. H1 vertailukelpoinen oikaistu liikevoitto parani selvästi ja oli 20 MEUR verrattuna viime vuoden 4 MEUR. Yhtiö toisti Q2 raportissa vuoden 2022 ohjeistuksen, jonka mukaan oikaistun liikevoiton arvioidaan kasvavan vuoden 2021 tasosta (2021: 26,3 MEUR). Ohjeistus sisältää sekä jatkuvat että lopetetut liiketoiminnot, joskin uskomme molempien parantavan tänä vuonna tulosta.

Meidän ennusteemme vuoden 2022 liikevaihdolle on 1898 MEUR (+ 1 %) ja oikaistulle liikevoitolle

35,5 MEUR (+35 %). Päätekijät voimakkaan tuloskasvun taustalla ovat 1) heikko vertailuvuosi 2) tehostamisohjelman hyödyt, etenkin 7 MEUR kulusäästöt. Liikevaihdon ja –voiton kehitykseen vaikuttaa negatiivisesti Ruotsin apteekkien oletettu siirtyminen yhteisyritykseen Q4 alussa.

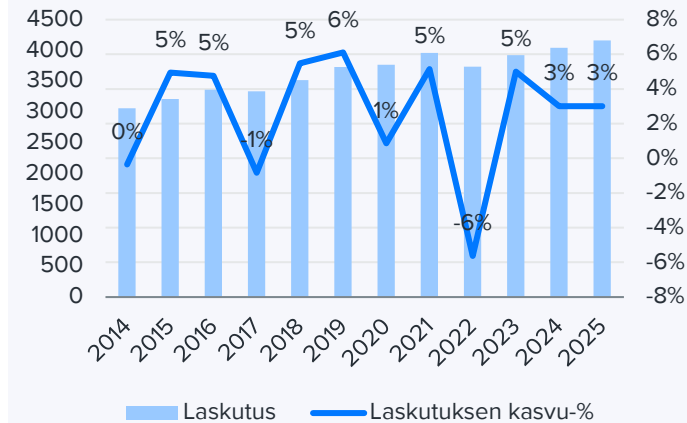
## Kasvuennusteet ovat maltillisia

Oriolan tavoite on pitkällä aikavälillä kasvaa markkinakasvun mukaisesti. Tämä on historiallisesti ollut noin 3 %. Meidän ennusteissamme laskutus/liikevaihto kasvaa lähivuosina keskimäärin 3 %:n vauhtia, ensi vuonna hieman enemmän inflaation nostamien hintojen vuoksi. Markkinakasvua ajavat ikääntyvän väestön kasvava tarve lääkkeille, sekä uudempien lääkkeiden korkeammat hinnat. Oriola ei arviomme mukaan tule tekemään lähivuosina uusia kasvuavauksia tai yritysostoja (kuten edellisinä vuosina), vaan yhtiön fokus tulee olemaan enemmänkin nykyisissä toiminnoissa ja niiden kannattavuuden tervehtämisessä.

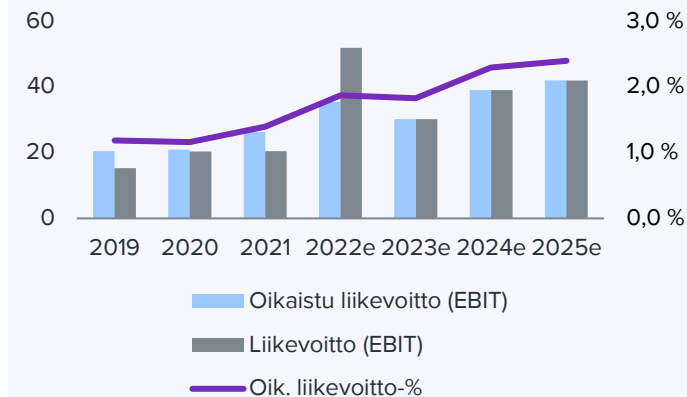
## Kannattavuusparannus nojaa oman toiminnan tehokkuuden ja laadun parantamiseen

Oriolan tulostasoa on ollut vuodesta 2017 lähtien heikko. Tulokuntoa ovat haitanneet jatkuvat liiketoiminnan haasteet, jotka ovat liittyneet lähinnä yhtiön omiin toimiin. Oriolan keskittyessä jatkossa tukkumarkkinoihin, uskomme markkinoiden puolesta kehityksen olevan suotuisaa. Kannattavuuden parantumisen osalta lähivuosien tuloskasvuennusteemme nojaavat hyvin pitkälti yhtiön oman toiminnan tehostamiseen ja laadun nostamiseen, joka on näkynytkin jo usean kvartaalin ajan positiivisena tulostrendinä.

## Laskutus (MEUR)



## Liikevoittoennuste (MEUR)



## Ennusteet 2/2

Meidän ennusteissamme Oriolan jatkuvien liiketoimintojen (eli tukkukaupan) liikevoitto palautuu 2017 alkaneita ongelmia edeltäneelle tasolle, eli noin 30 MEUR (viimeiset 12kk 22 MEUR). Tämä vaatii lievän kasvun lisäksi käynnissä olevien tehostamistoimien onnistumista. Tehostamistoimet sisältävät sekä henkilöstösäästöjä että mm. hinnoittelun ja käyttöpääoman käytön tehostamista.

Ennusteiden suhteen on hyvä huomata, että Ruotsin apteekkiliiiketoiminta raportoidaan tänä vuonna lopetettuna liiketoiminta, eikä siitä tehdä poistoja, joka nostaa raportoitua liikevoittoa. Meidän ennusteissa tämä ”ylimääräinen” voitto on käsitelty kertaeränä.

Ennusteissamme Ruotsin apteekit on osa Oriolan liikevaihtoa ja liikevoittoa Q322 loppuun ja sen jälkeen raportoidaan osakkuusyhtiö rivillä, mutta sisältyen liikevoittoon. Odotamme osakkuusyhtiön kirjaavan kertaluonteisia kuluja yhteisyrityksen alkuvaiheessa, emmekä tämän takia odota oleellista vaikutusta Oriolan tuloslaskelmaan 2022-2023. Tässä on hyvä huomioida, että osakkuusyhtiön osalta tulokseen kirjataan Oriolan osuus nettotuloksesta, ei liikevoitosta.

Samoin kannattaa huomioida että rahavirtaa Oriolan on mahdollista saada yhteisyrityksestä vain osinkoina, joita emme ainakaan lähivuosina odota uuden yhtiön maksavan.

### EPS ja osinkoennusteet

Oriolan 2022 osakekohtainen tulos tulee ennusteidemme mukaan paranemaan merkittävästi, liikevoiton vetämänä. Kun Ruotsin apteekit siirtyvät yhteisyritykseen, tulos tulee laskemaan 2023 myös EPS-tasolla johtuen

yhteisyrityksen kertaluonteisista kuluista. Uskomme tuloksen kuitenkin paranevan tulevina vuosina ja osingon nousevan asteittain paranevan tuloksen myötä. Ennustamamme osingonjakosuhteet ovat noin 50 %:n tasolla.

### Oma pääoma ja sen tuotto

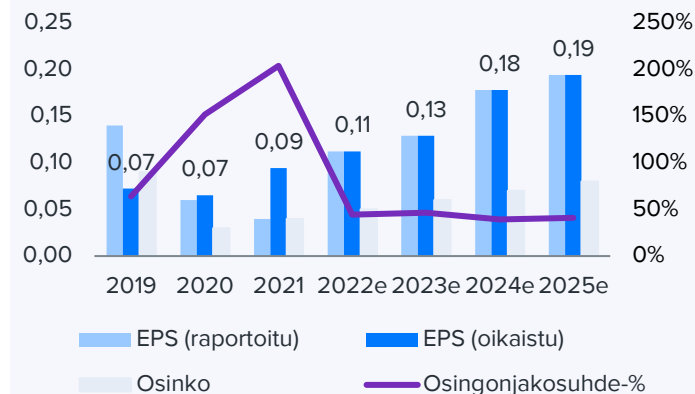
Oriolan vuonna 2020 tekemä osingonleikkaus ja toisaalta viimeaikainen tuloskäänte ovat saaneet taseen oman pääoman taas kasvuun.

Kuten taloudellisia tavoitteita käsitellessämme kirjoitimme, Oriolan pääoman tuottoja tulee tulevaisuudessa heikentämään se että taseessa on merkittävä erä osakkuusyhtiön omistuksesta (Ruotsin apteekit), mutta tuloslaskelmassa tämä näkyy vain vähäisemmin, etenkin 2023. Tästä huolimatta uskomme oman pääoman tuoton nousevan vuosien 2018-21 heikoilta tasoilta noin 12 % tasoon vuosina 2024-25.

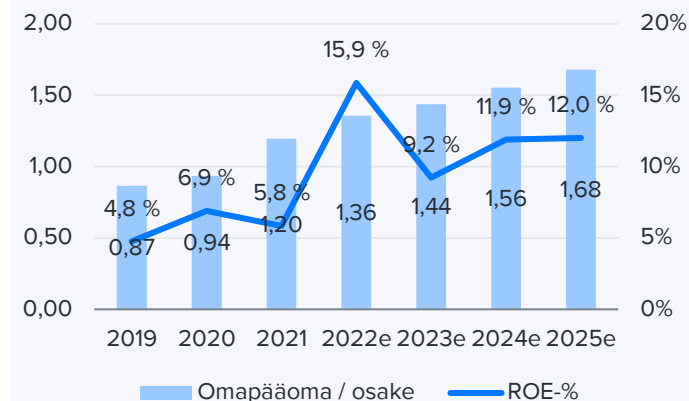
### Pitkällä aikavälillä tasaista kehitystä

Odotamme Oriolan pidemmän aikavälin kasvun olevan noin 2-3 % vuodessa ja jatkuvien liiketoimintojen liikevoittomarginaalin noin 2 %, jolloin vapaa kassavirta on noin 25 MEUR tasolla. Pidemmällä aikavälillä kasvun määrää markkinoiden kasvuvauhti, koska isona toimijana Oriolan ei ole mahdollista kasvaa säännöllisesti markkinoita nopeammin, eikä myöskään omalla tehostamisella tuloksen parantaminen ole mahdollista kuin tiettyyn rajaan asti. Tässä vaiheessa Oriolan tuotto määrittyykin yksinkertaisesti kaavasta markkinakasvu + osinkotuotto. Kuten olemme aiemmin maininneet, näemmä lähivuosille myös selvää kannattavuuden kohenemisen ajamaa tulosparannusta.

### EPS ja osinkoennusteet



### Oman pääoman tuotto





# Ennustemuutokset

## Ennustemuutokset 2022e-2024e

- Olemme päivittäneet ennusteitamme lähinnä liittyen tulevaan rakennemuutokseen eli Ruotsin apteekkiliiketoiminnan siirtymiseen yhteisyritykseen Q422 alusta
- Tämä johtaa liikevaihdon eliminointien merkittävään vähentymiseen – tämän tarkempi huomioiminen on nostanut liikevaihtoennusteitamme hieman lähivuosille
- Tulosrivillä olemme korjanneet aiemman raportin virheen liittyen tulevan yhteisyrityksen raportointiin: Oriola tulee raportoidaan uuden yhteisyrityksen osakkuustuloksen liikevoiton yläpuolella (eli osakkuustulos sisältyy liikevoittolukuun), päivitetty ennusteemme huomioi tämän oikein
- Alemmilla tulosriveillä mainitut tarkennukset eivät aiheuta ennustemuutoksia

## Operatiiviset tulosajurit 2022-2024e:

- Oriolan tulosajurit lähivuosille jatkuvien liiketoimintojen eli tukkukaupan osalta on jatkuva tasainen kasvu ja ennen kaikkea toiminnan edelleen tehostaminen jotta tulostaso saavuttaisi vähintään 2015-16 tason
- Liikevoittoa ja Oriolan arvoa ajaa myös merkittävästi uuden Ruotsin apteekkien yhteisyrityksen tuloksen parantuminen – tämä näkyy tulosluvuissa kuitenkin vasta 2024-25, kun taas lähiaikoina yhteisyrityksen lukuja painaa yhdistymiseen ja synergioihin liittyvät kertaerät

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1888	1898	1 %	1595	1651	3 %	1660	1701	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	35,5	35,5	0 %	26,2	30,2	15 %	29,1	39,1	34 %
Liikevoitto	51,9	51,9	0 %	26,2	30,2	15 %	29,1	39,1	34 %
Tulos ennen veroja	46,7	46,7	0 %	29,2	29,2	0 %	38,4	38,4	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,11	0,11	0 %	0,13	0,13	-1 %	0,18	0,18	0 %
Osakekohtainen osinko	0,05	0,05	0 %	0,06	0,06	0 %	0,07	0,07	0 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys ja suositus 1/3

## Arvonluonti ollut kadoksissa, mutta suunta on ylöspäin

Oriolalla on lukuisten liiketoiminnan haasteiden takia ollut vaikeuksia tehdä kelvollista tulosta ja luoda arvoa viimeisten viiden vuoden aikana. Tämä on heijastunut myös osakekurssiin, joka laski 2016-17 yli 4 euron tasolta ja on viimeiset kolme vuotta pysynyt 2 euron tuntumassa. Heikentynyt tulos huomioiden tämä on ollut perusteltua, eikä arvostus tälläkään hetkellä nykytuloksella ole edullinen. Yhtiö on kuitenkin viimeisen 12 kuukauden aikana tehnyt selvän tuloskäänteen, jonka uskomme jatkuvan myös tulevina vuosina ja näin tukevan yhtiön arvonluontia ja osakkeen tuotto-odotusta.

## Tavoitehintaa ja suositus

Toistamme Oriolan lisää-suosituksen ja 2,3 euron tavoitehinnan, mikä pohjautuu osien summa arvostukseemme ja hyväksytyihin arvostuskertoiimiin (P/E). Osien summa mallimme antama käypä arvo 2,8 euroa vaatii selvää tuloskasvua tulevina vuosina, jonka vuoksi emme vielä näe sitä tasoa oikeana tavoitehintana. Tuloskasvun toteutuessa ja korkeampien tulosten tullessa lähemmäksi ajassa, tavoitehintaa voi nousta lähemmäksi osien summa arvostustamme.

Osakkeen positiivisia ajureita ovat 2022-2024 aikana nähtävä voimakas tuloskasvu, vakaasti kasvava osinko ja kohtuullinen osinkotuotto. Yhtiön toteutuneeseen tulokseen perustuva arvostus on korkea, joten osakkeen tuotto-odotus nojaa mielestämme tällä hetkellä paljon tuloskasvuodotuksiin. Osakekurssin nousu vaatii selvää tuloskasvua, sillä vasta se palauttaisi tulos pohjaisen arvostuksen hyväksyttävämälle tasolle.

Oriolan on mielestämme pitkällä aikavälillä hyvin vaikeaa kasvattaa tulostaan selvästi liikevaihdon tai laskutuksen kasvuvauhtia nopeammin. Asema arvoketjussa (lääkepäämiesten, apteekkien ja kuluttajien välissä) ja toimialan tiukka sääntely pitävät katteet ohuina. Pidemmällä aikavälillä tuloskasvu jää siis lääke markkinakasvun tasoon eli historian perusteella noin 3%:iin.

Vuoden 2024 EPS-ennusteemme on 0,18 euroa, jolle nykyinen 2,3 euron tavoitehintamme tarkoittaisi 13x tasolla olevaa P/E-kerrointa. Tämä on mielestämme hyväksyttävä taso, joskin jonkin verran verrokkeja (11x) korkeampi.

## Negatiivinen ja positiivinen skenaario

Jos Oriolan tuloskunto jäisi pidemmäksi aikaa nykytasolle, olisi osakkeessa laskuvaraa nykytasolta. Esimerkiksi antamalla tämän vuoden EPS ennustelleemme (0,11 euroa) mielestämme hyväksyttävä P/E luku 13x, jäisi käypä arvo hieman alle 1,5 euroon.

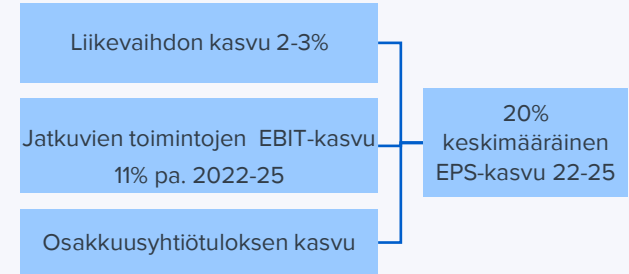
Positiivinen skenaario olisi mielestämme se, että Oriola ylittäisi vuosien 2015-16 tulostason tukkutoiminnoissa eli saavuttaisi noin 40 MEUR liikevoiton Services-segmentin osalta jo 2023. Käyttäen muuten samoja parametreja osien summa arvostuksessamme, tämä skenaario antaisi osakkeen käyväksi arvoksi 3,0 euroa. Toki esim. Ruotsin apteekkien suorituksen parantuminen, ja lopullinen divestointi voisi myös vaikuttaa Oriolan arvoon positiivisesti nykyiseen arvioomme verrattuna.

Näihinkin skenaarioihin peilaten, nykyinen noin 2 euron kurssitaso tarjoaa enemmän nousu- kuin laskuvaraa.

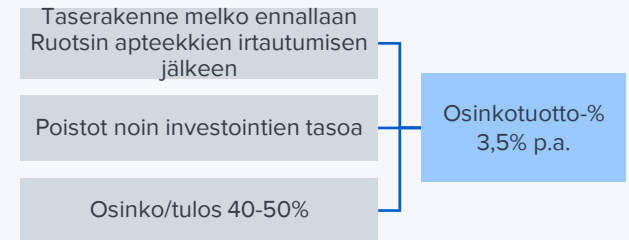
## Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

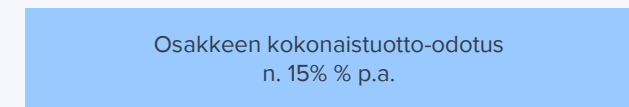
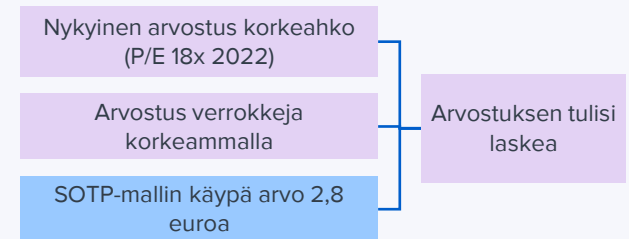
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



# Arvonmääritys ja suositus 2/3

## Osien summa ja P/E toimivat arvostusmenetelmät

Emme näe EV-pohjaisia lukuja kovin hyvinä Oriolalle, koska yhtiön raportoitu nettovelka ei sisällä 1) tulevan Ruotsin apteekkiyhteisyrityksen velkaa 2) myytyjä myyntisaatavia. Tämän takia EV-pohjaiset luvut näyttävät varsin matalilta Oriolalle.

Koska Ruotsin apteekki liiketoiminnot ovat siirtymässä yhteisyritykseen, mutta se on edelleen iso osa Oriolan arvoa, käytämme Oriolan arvostukseen ensisijaisesti osien summa menetelmää. Tästä tarkemmin alla.

Vaihtoehtoisesti näemmä P/E-luvun kohtuullisena arvostusmenetelmänä, koska siinä yhteisyrityksen tulos tulee huomioitua oikein, eikä erikoisuudet velkamäärässä vaikuta. Kassavirtamallilla on nähdäksemme haastava arvostaa koko konsernia, sillä Ruotsin apteekkiyhteisyrityksestä ei juuri ole luvassa kassavirtaa Oriolan suuntaan lähivuosina, eikä siitä jatkossa ole luultavasti saatavilla tarkempia lukuja. DCF-mallia voi kuitenkin soveltaa jatkuvien toimintojen arvostamiseen.

## Osien summa arvostus

Osien summa arvostuksessa käytämme Oriolan täysin omistamille toiminnoille (jatkuvat toiminnot) EV/EBITDA perusteista arvostusta, joka mielestämme parhaiten neutraloi yhtiöiden väliset velkaisuus- ja rakenne-erot, ja Ruotsin apteekkien osalta käytämme tässä vaiheessa yhteisyrityksen muodostuksessa käytettävää arvostusta, jonka arvioimme Oriolan osalta olevan 240 MEUR. Uskomme tämän arvon olevan myös mahdollinen myyntihinta, jos yhteisyrityskumppani Euroapotheca ostaisi Oriolan puolikkaan

yhteisyrityksestä tulevien vuosien aikana. Näemme Ruotsin apteekkeista kokonaan irtautumisen 3-5 vuoden horisontilla todennäköisenä. Yhtiö ei itse ole kommentoinut yhteisyrityssopimuksen mahdollisia osto- tai myyntioptiota, mutta arvelemme tällaisia sisältyvän sopimukseen.

Jatkuvien toimintojen arvostamiseen käytämme verrokkien EV/EBITDA 2023 kerrointa (8x) jolla päädyimme noin 420 MEUR arvoon. Lisäksi erittelemme doktor.se omistuksen arvon erikseen tasearvon mukaisesti. Kun vähennämme tästä taseen pienen nettovelan ja factoring-velat, päädyimme 2,8 euron osakekohtaiseen käypään arvoon.

## Arvostus verrokkiryhmään nähden

Käytämme Oriolan verrokkiryhmässä pääosin suuria apteekkiyrityksiä tai lääketukureita, jotka ovat listattuna USA:ssa (CVS Health, Walgreens Boots Alliance, Cardinal Health, McKesson ja AmerisourceBergen). Verrokkiryhmästä esim. McKessonin, CVS:n ja AmerisourceBergenin liikevaihdot ovat noin 200 miljardia dollaria (~100 kertaa isompia kuin Oriola) ja esim. Walgreens Bootsilla on omia myymälöitä noin 20 000 kpl (~60 kertaa enemmän kuin Oriolalla). Oriola on näihin verrattuna hyvin pieni ja se toimii selvästi pienemmillä ja keskittyneemmällä markkinoilla, missä alalle tulon kynnys on mielestämme korkeampi, eikä kilpailuympäristö ole siten aivan yhtä raaka. Arvostusten vertaaminen toisiinsa ei ole siten aivan suoraviivaista, mutta se antaa jotain osviittaa kansainvälisten apteekki- ja lääketukureiden yleisestä arvostustasosta.

SOTP	Arvo	per osake	Arvostustapa
<b>Jatkuvat toiminnot</b>	422	2,3	Verokkien arvostus, 8x EV/EBITDA 2023
<b>Ruotsin apteekki JV</b>	240	1,3	Arvostus transaktiossa
<b>Doktor.se</b>	34	0,2	Tasearvo
<b>Yhteensä</b>	696	3,8	
<b>Nettovelat taseessa</b>	-10	-0,1	
<b>Factoring velat</b>	-173	-1,0	
<b>Osakepääoman arvo</b>	513	2,8	

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys ja suositus 3/3

Kuten todettu yllä, ei EV-kertoimia voi soveltaa suoraan koko yhtiöön. Olemme kuitenkin käyttäneet niitä jatkuvien toimintojen arvon määrittämiseen verrokkiryhmän perusteella.

P/E-luku sen sijaan on mielestämme suhteellisen hyvin vertailukelpoinen verrokkeihin tai yleiseen markkinaan nähden. Verrokkiryhmän 2022-23 P/E on noin 12x, kun taas Oriolan P/E on selvästi korkeampi, 16x, vielä vuodelle 2023. Tähän vaikuttaa kuitenkin oleellisesti se, että odotuksemme uuden yhteisyrityksen tuloksesta on vielä 2023 varsin pieni. 2024 odotamme kontribuution olevan selvästi suurempi ja tällöin Oriolan P/E onkin 11x. Verrokkien arvostusasot eivät kuitenkaan suoraan tue ainakaan korkeampaa arvostusta Oriolalle.

## DCF-arvonmääritys

Vakaan toimialan, tasaisen kasvun ja melko hyvin ennustettavan liiketoiminnan takia DCF-malli voisi olla Oriolalle relevantti arvonmääritysmenetelmä. Se ottaa myös huomioon yhtiön liiketoiminnan kannalta arvokkaan negatiivisen käyttöpääoman. Tällä hetkellä rakennemuutoksista johtuen DCF-mallimme ei kuitenkaan anna aivan oikeaa kuvaa yhtiö arvosta. DCF-mallia voi kuitenkin mielestämme käyttää hyvin jatkossakin yhtiön jatkuvien liiketoimintojen arvonmääritykseen. Kassavirtoihin perustuva DCF-mallimme antaa Oriolan jatkuvien toimintojen yritysarvoksi (EV) noin 400 MEUR eli 2,2 euroa per osake.

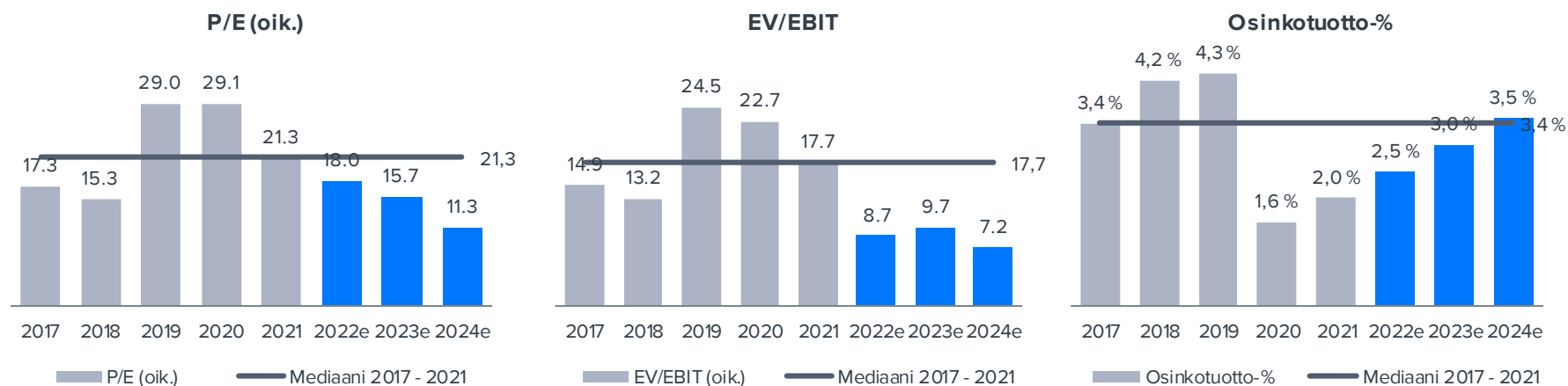
DCF-mallissamme liikevaihdon kasvuennuste on keskimäärin 2-3 % ennustejakson (2025-2031)

ajan, liikevoittomarginaali on 2,0-2,5 %:n tasolla Lähivuosien ennusteissamme vuotuiset investoinnit ovat karkeasti linjassa poistojen kanssa eli keskimäärin noin 25 MEUR / vuosi tasolla. Käyttöpääomaa pysyy ennusteissamme selvästi negatiivisena ja yhtiö pystyy arviomme mukaan tekemään vapaata kassavirtaa investointien jälkeen noin 25 MEUR vuodessa. Terminaaliennusteissamme liikevaihdon kasvu on 1,5 %. Mallissa käyttämämme keskimääräinen pääoman kustannus (WACC) on 7,2 %.

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	2,67	2,17	2,10	1,90	2,01	<b>2,02</b>	<b>2,02</b>	<b>2,02</b>	<b>2,02</b>
Osakemäärä, milj. kpl	181,5	181,5	181,5	181,3	181,3	<b>181,3</b>	<b>181,3</b>	<b>181,3</b>	<b>181,3</b>
Markkina-arvo	485	393	381	349	363	<b>366</b>	<b>366</b>	<b>366</b>	<b>366</b>
Yritysarvo (EV)	595	456	501	476	464	<b>308</b>	<b>293</b>	<b>280</b>	<b>256</b>
P/E (oik.)	17,3	15,3	29,0	29,1	21,3	<b>18,0</b>	<b>15,7</b>	<b>11,3</b>	<b>10,4</b>
P/E	18,7	36,6	47,8	30,6	32,3	<b>10,0</b>	<b>15,7</b>	<b>11,3</b>	<b>10,4</b>
P/Kassavirta	neg.	5,0	neg.	neg.	neg.	<b>10,3</b>	<b>17,6</b>	<b>25,8</b>	<b>14,5</b>
P/B	2,5	2,2	2,4	2,1	1,7	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>
P/S	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
EV/EBITDA (oik.)	9,2	8,6	8,3	7,6	7,1	<b>4,2</b>	<b>5,5</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>
EV/EBIT (oik.)	14,9	13,2	24,5	22,7	17,7	<b>8,7</b>	<b>9,7</b>	<b>7,2</b>	<b>6,1</b>
Osinko/tulos (%)	63,0 %	151,9 %	204,5 %	48,2 %	64,2 %	<b>24,7 %</b>	<b>46,5 %</b>	<b>39,3 %</b>	<b>41,2 %</b>
Osinkotuotto-%	3,4 %	4,2 %	4,3 %	1,6 %	2,0 %	<b>2,5 %</b>	<b>3,0 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>4,0 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
CVS Health Corp	132071	171388	10,1	9,6	8,8	8,4	0,6	0,5	12,1	11,3	2,1	2,2	1,6
Walgreens Boots Alliance Inc	33151	43474	8,5	9,2	7,1	7,2	0,3	0,3	7,8	8,4	4,9	5,1	1,2
Cardinal Health Inc	16485	19688	10,2	10,5	8,2	8,0	0,1	0,1	11,9	11,5	3,3	3,4	16,7
McKesson Corp	49021	52937	11,3	11,8	10,6	10,6	0,2	0,2	14,5	14,4	0,5	0,6	
AmerisourceBergen Corp	28812	32102	10,4	9,9	9,0	8,8	0,1	0,1	12,9	12,3	1,3	1,4	24,3
<b>Oriola (Inderes)</b>	<b>366</b>	<b>308</b>	<b>8,7</b>	<b>9,7</b>	<b>4,2</b>	<b>5,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>18,0</b>	<b>15,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>	<b>1,5</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>10,1</b>	<b>10,2</b>	<b>8,8</b>	<b>8,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>11,8</b>	<b>11,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>10,9</b>
<b>Mediaani</b>			<b>10,2</b>	<b>9,9</b>	<b>8,8</b>	<b>8,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>12,1</b>	<b>11,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>9,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-15 %</b>	<b>-2 %</b>	<b>-52 %</b>	<b>-34 %</b>	<b>-23 %</b>	<b>-11 %</b>	<b>49 %</b>	<b>37 %</b>	<b>17 %</b>	<b>33 %</b>	<b>-84 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>1801</b>	<b>450</b>	<b>468</b>	<b>466</b>	<b>499</b>	<b>1882</b>	<b>482</b>	<b>504</b>	<b>494</b>	<b>417</b>	<b>1898</b>	<b>1651</b>	<b>1701</b>	<b>1752</b>
Services	781	346	360	359	386	1452	373	395	388	417	1573	1651	1701	1752
Lopetetut toiminnot	961	200	208	200	210	817	205	202	206	0,0	614	0,0	0,0	0,0
Eliminoinnit	0,0	-96	-100	-94	-97	-387	-96	-93	-100	0	-289	0	0	0
Poistot ja arvonalennukset	-42,7	-10,5	-11,8	-11,2	-11,4	-44,9	-6,6	-6,6	-6,7	-3,7	-23,6	-22,5	-21,8	-25,0
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>21,0</b>	<b>0,3</b>	<b>4,0</b>	<b>10,4</b>	<b>11,6</b>	<b>26,3</b>	<b>11,5</b>	<b>8,6</b>	<b>9,6</b>	<b>5,8</b>	<b>35,5</b>	<b>30,2</b>	<b>39,1</b>	<b>42,0</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>20,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>3,0</b>	<b>9,9</b>	<b>8,1</b>	<b>20,5</b>	<b>13,2</b>	<b>16,8</b>	<b>16,1</b>	<b>5,8</b>	<b>51,9</b>	<b>30,2</b>	<b>39,1</b>	<b>42,0</b>
Services	14,4	3,1	3,3	7,7	7,1	21,2	6,9	9,1	8,0	8,0	31,9	35,0	38,0	39,1
Lopetetut toiminnot	12,8	-0,5	1,9	4,7	3,7	9,8	10,0	9,8	10,3	0,0	30,0	4,0	10,0	12,0
Konsernierät	2,0	-3,1	-2,2	-2,5	-2,7	-10,5	-3,6	-2,0	-2,2	-2,2	-10,0	-8,8	-8,9	-9,1
Nettorahoituskulut	-6,0	-1,6	-1,6	-1,4	-1,3	-5,8	-2,2	-1,4	-1,4	-0,2	-5,2	-1,0	-0,6	-0,6
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>14,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>8,6</b>	<b>6,8</b>	<b>14,7</b>	<b>11,0</b>	<b>15,4</b>	<b>14,7</b>	<b>5,6</b>	<b>46,7</b>	<b>29,2</b>	<b>38,4</b>	<b>41,4</b>
Verot	-3,1	0,4	-0,5	-1,8	-1,5	-3,4	-2,2	-3,4	-3,2	-1,2	-10,1	-5,8	-6,1	-6,2
<b>Nettotulos</b>	<b>11,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,9</b>	<b>6,8</b>	<b>5,3</b>	<b>11,3</b>	<b>8,8</b>	<b>12,0</b>	<b>11,5</b>	<b>4,4</b>	<b>36,7</b>	<b>23,4</b>	<b>32,3</b>	<b>35,2</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,07</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>	<b>0,04</b>	<b>0,05</b>	<b>0,09</b>	<b>0,04</b>	<b>0,02</b>	<b>0,03</b>	<b>0,02</b>	<b>0,11</b>	<b>0,13</b>	<b>0,18</b>	<b>0,19</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,06</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,04</b>	<b>0,03</b>	<b>0,06</b>	<b>0,05</b>	<b>0,07</b>	<b>0,06</b>	<b>0,02</b>	<b>0,20</b>	<b>0,13</b>	<b>0,18</b>	<b>0,19</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>2020</b>	<b>Q1'21</b>	<b>Q2'21</b>	<b>Q3'21</b>	<b>Q4'21</b>	<b>2021</b>	<b>Q1'22</b>	<b>Q2'22</b>	<b>Q3'22e</b>	<b>Q4'22e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	4,6 %	-2,1 %	7,3 %	6,1 %	7,0 %	4,5 %	7,1 %	7,8 %	6,1 %	-16,4 %	0,8 %	-13,0 %	3,0 %	3,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	2,4 %	-95,6 %	-1581,5 %	64,8 %	44,3 %	25,5 %	3733,3 %	115,0 %	-7,6 %	-50,0 %	35,0 %	-14,9 %	29,2 %	7,6 %
<b>Käyttökate-%</b>	3,5 %	2,2 %	3,2 %	4,5 %	3,9 %	3,5 %	4,1 %	4,6 %	4,6 %	2,3 %	4,0 %	3,2 %	3,6 %	3,8 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	1,2 %	0,1 %	0,9 %	2,2 %	2,3 %	1,4 %	2,4 %	1,7 %	1,9 %	1,4 %	1,9 %	1,8 %	2,3 %	2,4 %
<b>Nettotulos-%</b>	0,6 %	-0,4 %	0,2 %	1,4 %	1,1 %	0,6 %	1,8 %	2,4 %	2,3 %	1,0 %	1,9 %	1,4 %	1,9 %	2,0 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>537</b>	<b>539</b>	<b>454</b>	<b>454</b>	<b>467</b>
Liikearvo	279	274	63,5	63,5	63,5
Aineettomat hyödykkeet	69,8	71,0	37,0	39,0	41,0
Käyttöomaisuus	162	156	75,0	72,5	83,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	240	240	240
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	22,3	34,9	34,9	34,9	34,9
Laskennalliset verosaamiset	4,4	3,9	3,9	3,9	3,9
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>628</b>	<b>554</b>	<b>515</b>	<b>534</b>	<b>561</b>
Vaihto-omaisuus	250	229	190	198	204
Muut lyhytaikaiset varat	21,5	20,9	6,0	6,0	6,0
Myyntisaamiset	189	195	209	231	240
Likvidit varat	168	109	110	98,8	112
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>1166</b>	<b>1093</b>	<b>969</b>	<b>988</b>	<b>1028</b>

Lähde: Inderes

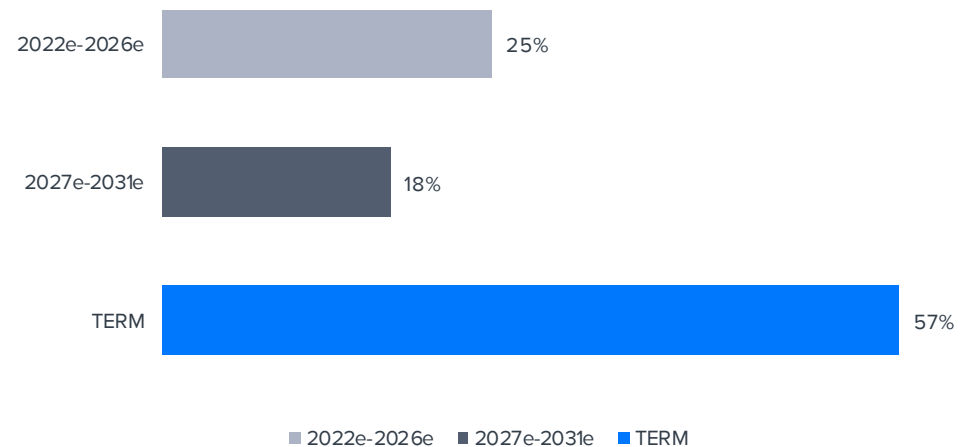
Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>170</b>	<b>217</b>	<b>246</b>	<b>261</b>	<b>282</b>
Osakepääoma	36,2	36,2	36,2	36,2	36,2
Kertyneet voittovarot	54,5	88,3	118	132	154
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-23,1	-28,5	-28,5	-28,5	-28,5
Muu oma pääoma	102	121	121	121	121
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>162</b>	<b>154</b>	<b>50,7</b>	<b>35,3</b>	<b>35,3</b>
Laskennalliset verovelat	13,9	11,8	11,8	11,8	11,8
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	128	124	20,4	5,0	5,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	19,8	18,5	18,5	18,5	18,5
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>835</b>	<b>723</b>	<b>672</b>	<b>692</b>	<b>711</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	167	86,4	30,8	20,0	20,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	620	592	596	627	646
Muut lyhytaikaiset velat	46,7	44,5	44,5	44,5	44,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>1166</b>	<b>1093</b>	<b>969</b>	<b>988</b>	<b>1028</b>



# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>20,5</b>	<b>51,9</b>	<b>30,2</b>	<b>39,1</b>	<b>42,0</b>	<b>44,7</b>	<b>45,6</b>	<b>46,5</b>	<b>47,4</b>	<b>38,7</b>	<b>39,5</b>	
+ Kokonaispoistot	44,9	20,9	22,5	21,8	25,0	25,2	25,2	25,2	25,1	25,6	26	
- Maksetut verot	-5,0	-10,4	-5,8	-6,1	-6,2	-6,6	-6,7	-6,9	-7,0	-5,7	-5,8	
- verot rahoituskuluista	-1,3	-1,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-15,5	45,1	0,2	4,2	4,3	2,3	-0,8	2,3	2,3	2,3	4,3	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>43,5</b>	<b>56,5</b>	<b>46,8</b>	<b>58,8</b>	<b>65,0</b>	<b>65,5</b>	<b>63,1</b>	<b>67,0</b>	<b>67,7</b>	<b>60,8</b>	<b>63,9</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-47,2	304	-22,0	-34,6	-27,7	-27,1	-27,1	-27,0	-28,8	-30,5	-29	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-5,1</b>	<b>361</b>	<b>24,8</b>	<b>24,2</b>	<b>37,3</b>	<b>38,4</b>	<b>36,0</b>	<b>40,0</b>	<b>38,9</b>	<b>30,3</b>	<b>35,0</b>	
+/- Muut	0,0	-325,0	-4,0	-10,0	-12,0	-12,0	-12,0	-12,0	-12,0	-12,0	-12,0	
Vapaa kassavirta	-5,1	35,5	20,8	14,2	25,3	26,4	24,0	28,0	26,9	18,3	23,0	451
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>34,5</b>	<b>18,9</b>	<b>12,0</b>	<b>20,0</b>	<b>19,5</b>	<b>16,5</b>	<b>17,9</b>	<b>16,1</b>	<b>10,2</b>	<b>12,0</b>	<b>235</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		412	378	359	347	327	307	291	273	257	247	235
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>412</b>										
- Korolliset velat		-210										
+ Rahavarat		109										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-7,3										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>304</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>1,7</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>8,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>7,2 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	1721,3	1800,8	1882,4	<b>1897,6</b>	<b>1651,2</b>	EPS (raportoitu)	0,04	0,06	0,06	<b>0,20</b>	<b>0,13</b>
Käyttökate	60,6	63,1	65,4	<b>72,8</b>	<b>52,7</b>	EPS (oikaistu)	0,07	0,07	0,09	<b>0,11</b>	<b>0,13</b>
Liikevoitto	15,3	20,4	20,5	<b>51,9</b>	<b>30,2</b>	Operat. kassavirta / osake	0,49	0,35	0,24	<b>0,31</b>	<b>0,26</b>
Voitto ennen veroja	10,1	14,3	14,7	<b>47,1</b>	<b>29,2</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,13	-0,02	-0,03	<b>0,20</b>	<b>0,11</b>
Nettovoitto	8,0	11,3	11,3	<b>36,7</b>	<b>23,4</b>	Omapääoma / osake	0,87	0,94	1,20	<b>1,36</b>	<b>1,44</b>
Kertaluontoiset erät	-5,1	-0,6	-5,8	<b>16,4</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,09	0,03	0,04	<b>0,05</b>	<b>0,06</b>
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	1030,6	1165,7	1093,2	<b>968,8</b>	<b>987,9</b>	Liikevaihdon kasvu-%	11 %	5 %	5 %	<b>1 %</b>	<b>-13 %</b>
Oma pääoma	157,2	169,6	216,8	<b>246,3</b>	<b>260,6</b>	Käyttökateen kasvu-%	14 %	4 %	4 %	<b>11 %</b>	<b>-28 %</b>
Liikearvo	270,5	278,7	273,5	<b>63,5</b>	<b>63,5</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-41 %	2 %	26 %	<b>35 %</b>	<b>-15 %</b>
Nettovelat	119,6	127,1	100,8	<b>-58,8</b>	<b>-73,8</b>	EPS oik. kasvu-%	-49 %	-10 %	44 %	<b>19 %</b>	<b>15 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	3,5 %	3,5 %	3,5 %	<b>3,8 %</b>	<b>3,2 %</b>
Käyttökate	60,6	63,1	65,4	<b>72,8</b>	<b>52,7</b>	Oik. Liikevoitto-%	1,2 %	1,2 %	1,4 %	<b>1,9 %</b>	<b>1,8 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	33,0	5,9	-15,5	<b>45,1</b>	<b>0,2</b>	Liikevoitto-%	0,9 %	1,1 %	1,1 %	<b>2,7 %</b>	<b>1,8 %</b>
Operatiivinen kassavirta	88,2	64,3	43,5	<b>56,5</b>	<b>46,8</b>	ROE-%	4,8 %	6,9 %	5,8 %	<b>15,9 %</b>	<b>9,2 %</b>
Investoinnit	-114,4	-70,3	-47,2	<b>304,0</b>	<b>-22,0</b>	ROI-%	4,7 %	5,0 %	4,6 %	<b>14,3 %</b>	<b>10,4 %</b>
Vapaa kassavirta	-23,2	-3,9	-5,1	<b>35,5</b>	<b>20,8</b>	Omavaraisuusaste	15,3 %	14,5 %	19,8 %	<b>25,4 %</b>	<b>26,4 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	76,1 %	74,9 %	46,5 %	<b>-23,9 %</b>	<b>-28,3 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>						
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,2	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>						
EV/EBITDA (oik.)	8,3	7,6	7,1	<b>4,2</b>	<b>5,5</b>						
EV/EBIT (oik.)	24,5	22,7	17,7	<b>8,7</b>	<b>9,7</b>						
P/E (oik.)	29,0	29,1	21,3	<b>18,0</b>	<b>15,7</b>						
P/B	2,4	2,1	1,7	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>						
Osinkotuotto-%	4,3 %	1,6 %	2,0 %	<b>2,5 %</b>	<b>3,0 %</b>						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät yksinkertaisesti vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsitellä tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

Lisätietoja Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
26.10.2020	Lisää	2,00 €	1,87 €
22.2.2021	Lisää	2,00 €	1,95 €
27.4.2021	Vähennä	1,90 €	2,01 €
21.7.2021	Vähennä	1,90 €	1,92 €
28.10.2021	Lisää	2,20 €	1,91 €
21.1.2022	Lisää	2,40 €	2,21 €
Analyyttikko vaihtuu			
21.2.2022	Vähennä	2,30 €	2,20 €
29.4.2022	Lisää	2,30 €	2,00 €
Analyyttikko vaihtuu			
25.7.2022	Lisää	2,30 €	2,10 €
8.8.2022	Lisää	2,30 €	2,02 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**